



**MOMENTOS MARCANTES NO PERCURSO DA PORTUGAL  
TELECOM À LUZ DO *CORPORATE GOVERNANCE***

por

Ana Rita Morais Araújo

Dissertação de Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientada por

Professor Doutor Carlos Francisco Ferreira Alves

2017

## **Nota Biográfica**

Ana Rita Morais Araújo, natural de Viana do Castelo, onde nasceu a 7 de abril de 1985.

No ano letivo 2002/03 terminou o 12.º ano do curso Económico-Social na Escola Secundária de Monserrate, em Viana do Castelo.

Ingressou em 2003 na Licenciatura de Economia, na Faculdade de Economia da Universidade do Porto, que concluiu em 2008. No 5º ano letivo realizou parte dos estudos na *Università Degli Studi di Torino*, em Itália, ao abrigo do programa de mobilidade Erasmus.

O percurso profissional iniciou-se na *PricewaterhouseCoopers*, em Setembro de 2008, na área de auditoria financeira onde desempenhou funções até novembro de 2012. Integra a *Clover Technologies Group* desde essa data, no papel de *Accounts Manager*.

No ano letivo 2014/2015 concluiu com êxito a parte curricular do Mestrado em Economia e Administração de Empresas, no âmbito do qual é apresentada a presente dissertação.

## **Agradecimentos**

Ao Professor Carlos Ferreira Alves agradeço pelo conhecimento, pela disponibilidade, pela experiência, pela ajuda, pelo tempo dedicado à orientação desta dissertação, sempre com o rigor, exigência e excelência que o caracterizam. As palavras nunca serão suficientes para mostrar o meu reconhecimento e agradecimento.

Agradeço à minha Família, por todo o apoio e ajuda, e em especial aos meus Pais, por me transmitirem, entre muitos outros, valores de Perseverança e Resiliência, que me permitiram concluir este trabalho, apesar de todas as dificuldades e adversidades.

## Resumo

A problemática de *Corporate Governance* surge fruto das alterações ocorridas na esfera económica, nomeadamente a alteração do conceito de propriedade e a sua separação da gestão. Consiste num conjunto de recomendações sobre as boas práticas e o seu principal objetivo é proteger os investidores do poder discricionário da gestão e dos acionistas maioritários. As políticas de *Corporate Governance* não são um fim em si mesmo, mas sim um meio para garantir a confiança do mercado e a integridade do negócio, que por sua vez é essencial para o crescimento sustentável e o sucesso das empresas.

Este estudo tem como objetivo perceber se os momentos na vida da Portugal Telecom e as suas práticas de *Corporate Governance* estão relacionadas com períodos bolsistas da PT em que ocorreram perdas de riqueza significativas. O método de investigação utilizado foi o estudo de caso, combinado com metodologia de estudo de eventos.

A PT entrou no mercado de capital aberto no ano de 1995, com as ações a valerem 2,33 euros, e passados 22 anos (o estudo baliza o período em bolsa de 2 de junho de 1995 até dia 2 de junho de 2017) perdeu 89% do seu valor. Analisando o seu trajeto na bolsa de valores, com recurso à metodologia de estudo de eventos, foram identificados os períodos que tinham retornos anormais acumulados negativos significativos. Numa análise posterior, com recurso à metodologia de estudo de caso, investigamos os atos ocorridos na PT nesse período.

Da análise feita conclui-se que existiram fraquezas de *Corporate Governance* na PT, nos períodos selecionados para estudo. Apesar dos relatórios de Governo da Sociedade apontarem para níveis elevados de cumprimento, não refletem a realidade das práticas de governo. Alguns dos problemas identificados nos atos da PT foram a influência significativa das partes relacionadas, em transações financeiras de elevado valor, assim como os acordos estratégicos delineados em conjunto para manter o controlo.

**Palavras-chave:** *Corporate Governance*; Portugal Telecom; retornos anormais

**JEL code:** G30, G32, G34

## **Abstract**

The subject of corporate governance appears as the result of changes in the economic environment, particularly the modification of the ownership concept and its separation from management. Is a set of recommendations on good practice and its main objective is to protect investors from the discretion of management and majority shareholders. The Corporate Governance policies are not an end in itself but a means to ensure market confidence and business integrity, which in turn is essential for sustainable growth and company's success.

This study aims to understand whether the moments in life of Portugal Telecom and its Corporate Governance practices are related to stock exchange periods where there were significant wealth losses. The research method used was the case study, combined with event study methodology.

PT entered the open capital market in 1995, with the shares availing 2.33 euros, and after 21 years (this study marks the period in stock from June 2, 1995 to June 2, 2016) lost 89% of its value. Analysing its path on the stock exchange, using the event study methodology, the periods that had significant negative cumulative abnormal returns were identified. In a further analysis, using the case study methodology, we investigate the acts that occurred in PT referring to that period.

From the analysis it was concluded that there were weaknesses in Corporate Governance in PT, in the selected periods for study. Despite pointing the Corporate Governance reports for high levels of compliance, they do not reflect the reality of governance practices. Some of the problems identified in the acts of PT were the significant influence of related parties in high value financial transactions, as well as the outlined strategic joint agreements to maintain control.

**Key-Words:** *Corporate Governance*; Portugal Telecom; abnormal returns

**JEL code:** G30, G32, G34

## Índice

Nota Biográfica.....	2
Agradecimentos .....	3
Resumo .....	4
Abstract.....	5
Índice de Abreviaturas .....	8
Índice de Equações .....	10
Índice de Gráficos.....	11
Índice de Tabelas .....	12
1. Introdução .....	13
2. Revisão de literatura .....	16
2.1. Separação do Controlo e da Propriedade.....	18
2.2. Assimetria de informação e divergência de interesses .....	19
2.3. Maximização do valor versus Teoria dos Stakeholders .....	23
2.4. Limitações dos sistemas de Corporate Governance .....	25
2.5. Estrutura acionista e partes relacionadas .....	44
2.6. Dívida como Mecanismo de Governo .....	46
2.7. Códigos de Bom Governo .....	47
3. Contexto do estudo .....	52
4. Metodologia de estudo.....	54
4.1. Cálculo dos Retornos Anormais .....	56
4.2. Base de Dados .....	61
5. Análise dos Resultados .....	63
5.1. A parceria estratégica da PT e Telefónica.....	70
5.2. A saída da Vivo .....	75
5.3. A OPA da Sonae.....	81

5.4.	O papel comercial do GES .....	89
5.5.	A entrada na Oi e a fusão .....	101
5.6.	A venda da Portugal Telecom à Altice .....	107
6.	Conclusão.....	116
7.	Referências Bibliográficas .....	119
8.	Anexos .....	131
	Anexo 1 – Dividendos pagos aos acionistas.....	131
	Anexo 2 – Informação Financeira Portugal Telecom.....	132
	Anexo 3 – Participações Qualificadas 2017 – 2002.....	134

## **Índice de Abreviaturas**

AG – Assembleia Geral

ANACOM – Autoridade Nacional de Comunicações

APT – Arbitrage Pricing Theory

BES – Banco Espírito Santo

BVL – Bolsa de Valores de Lisboa ou BL – Bolsa de Lisboa

BCE – Banco Central Europeu

CA – Conselho de Administração

CAPM – Capital Asset Pricing Model

CAR – *Cumulative Abnormal Return*

CE – Comissão Executiva

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – Chief Financial Officer

CG – *Corporate Governance* (Governo de Sociedade)

CGD – Caixa Geral de Depósitos

CMVM – Comissão do Mercados de Valores Mobiliários

CN – Comunicações Nacionais

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EUA – Estados Unidos da América

ESFG – Espírito Santo Financial Group

ESI – Espírito Santo Internacional

GES – Grupo Espírito Santo

GICS - *Global Industry Classification Standard*

HML - *high minus low*

ICB - *Industry Classification Benchmark*



OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA – Oferta Pública de Aquisição

OPV – Oferta Pública de Venda

PT – Portugal Telecom

PTM - Portugal Telecom Multimédia

PwC - PricewaterhouseCoopers

RA - Retorno Anormal

RAA - Retorno Anormal Acumulado

ROC – Revisor Oficial de Contas

SA – Sociedade Anónima

SEC – *Security Exchange Commission*

SMB - *Small minus Big*

SGPS - Sociedade Gestora de Participações Sociais

## Índice de Equações

Equação 4.1: Retorno Anormal .....	56
Equação 4.2: Taxa de Retorno da Ação (discreta).....	56
Equação 4.3: Taxa de Retorno da Ação (contínua) .....	57
Equação 4.4: Modelo de Mercado .....	57
Equação 4.5: Modelo CAPM.....	58
Equação 4.6: Modelo dos Três Fatores (F&F) .....	59
Equação 4.7: Retorno Anormal Acumulado.....	60

## **Índice de Gráficos**

Gráfico 1: Evolução da cotação bolsista de junho 1995 a junho 2017 (dados agrupados por semestre).....	64
Gráfico 2: Cotações bolsistas da Pharol de fevereiro a junho de 2006.....	81
Gráfico 3: Cotações bolsistas da Pharol de junho a agosto de 2014.....	89
Gráfico 4: Cotações bolsistas da Pharol de novembro 2014 a janeiro 2015.....	107
Gráfico 5: Cotações da Pharol e do índice PSI20 de novembro 2014 a janeiro 2015 ..	108

## **Índice de Tabelas**

Tabela 1: Acontecimentos relevantes da PT .....	66
Tabela 2: Resultados anuais do estudo de eventos .....	68
Tabela 3: Resumo dos períodos com retornos anormais negativos .....	69
Tabela 4: Dividendos distribuídos pela PT .....	131
Tabela 5: Dados Financeiros da Portugal Telecom 1995-2015 .....	133

## 1. Introdução

As modificações na esfera económica vivenciadas ao longo do último século, nomeadamente a alteração da noção de propriedade e a sua separação da gestão, bem como a crescente complexidade do meio económico, originaram o conceito de *Corporate Governance*, ou Governo das Sociedades. O seu principal objetivo é fortalecer a proteção dos investidores, em particular os mais desprotegidos, como os acionistas minoritários, contra o poder discricionário da gestão e dos acionistas majoritários (Alves e Mendes (2004), Alves (2005)), e consiste num conjunto de recomendações sobre boas práticas de governo das sociedades, que se caracterizam, em geral, pelo seu carácter não obrigatório, estando a sua adoção por parte das sociedades subjacente ao princípio de *comply or explain*.

O Relatório de *Cadbury* foi pioneiro enquanto Código de Boas Práticas (*Code of Best Practice*) às empresas cotadas na bolsa londrina, com enfoque nas questões pertinentes de governo societário. Foi criado em 1992 mas nos anos seguintes houve a proliferação destes relatórios por outros países da Europa, elaborados por entidades governamentais e especialistas. Em 1999 a OCDE publicou " Os Princípios da OCDE sobre o governo das sociedades" como "*instrumento vivo que contém normas não vinculativas e boas práticas, bem como linhas orientadoras sobre a sua aplicação, podendo ser adaptados às circunstâncias específicas de cada país e região*" (OCDE (2004), pp.4)

No final do século XX e início do século XXI, ocorreram escândalos societários, um pouco por todo o mundo, consequência de práticas inapropriadas e de estruturas deficientes de governo. Foram então introduzidas alterações no *Corporate Governance* de modo a reconquistar a confiança dos investidores na informação financeira divulgada, nos auditores (internos e externos) e órgãos de administração e fiscalização das sociedades (Silva *et al.* (2006), Tricker (2015)).

Entretanto, em 2006, ocorreu a publicação do Livro Branco sobre *Corporate Governance* pelo Instituto Português de *Corporate Governance*, um marco importante no desenvolvimento do bom governo em Portugal, com o "*intuito de produzirem um conjunto de reflexões sobre a situação atual e a evolução recente das práticas de governo das principais empresas portuguesas*" (Silva *et al.* (2006), pp.9).

(Alves e Mendes (2004)) argumentam que raras vezes os códigos de bom governo têm demonstrado preocupações relativas ao desempenho económico e financeiro nas recomendações que fazem às sociedades cotadas. No entanto, Alves (2007, pp.185) afirma que “*o âmbito do Corporate Governance não se limita à fiscalização e controlo das equipas de gestão, mas antes envolve todos os mecanismos que conduzam a que a empresa obtenha uma elevada performance e que os respetivos resultados sejam apropriados (proporcionalmente) por todos os seus acionistas*”, o que ressalva a importância da *performance* da empresa no governo da sociedade.

Decorridos dez anos, Alves e Mendes (2009) sugerem que desde 1999 as sociedades cotadas portuguesas aumentaram de forma progressiva o seu nível de cumprimento com as recomendações da CMVM, indiciando que o Código tem contribuído para modificações nas práticas de governo das sociedades portuguesas cotadas.

No entanto, os sistemas de *Corporate Governance* apresentam ainda limitações, nomeadamente no que concerne ao mercado de controlo das empresas (*takeovers*), ao sistema remuneratório dos gestores, à independência dos administradores não executivos (externos), à influência dos grandes acionistas, à auditoria e divulgação de informação e à regulação e supervisão. Torna-se imperativo uma maior transparência por parte das sociedades, que se procura alcançar com o conhecimento transmitido ao mercado, das práticas, políticas e estruturas de governo da sociedade, sendo esta uma das funções fundamentais da informação de governo que as sociedades são obrigadas a divulgar: assegurar mais transparência de modo a promover a confiança dos investidores.

Este trabalho procura dar continuidade e aprofundar a investigação sobre o Governo das Sociedades em Portugal. O objetivo deste estudo é perceber se determinados momentos na vida da Portugal Telecom e as suas práticas de *Corporate Governance* estão relacionadas com períodos bolsistas da PT em que ocorreram perdas de riqueza significativas. Estes momentos da PT vão ser descritos e de seguida analisados à luz de *Corporate Governance*, para avaliar se houve falhas nesse período.

Para análise desta problemática vai ser utilizado como método de investigação empírica o estudo de caso, porque se procura dar resposta a questões do tipo “como?” e “porquê”, e se estudam fenómenos de grande complexidade e em constante mutação (Yin (1994)) combinado com a metodologia de estudo de eventos, utilizada para apurar os períodos em

que os retornos anormais foram negativos, verificando se um determinado evento tem impacto significativo no preço de uma ação (MacKinlay (1997)).

O trabalho está estruturado da seguinte forma: seis capítulos e dentro de cada um deles com as devidas seções temáticas. Depois da Introdução, inicia o segundo capítulo sobre a Revisão de Literatura. Começa por se definir o conceito de *Corporate Governance* e de seguida são explorados os seguintes temas (2.1) Separação do Controlo e da Propriedade, (2.2) Assimetria de informação e divergência de interesses, (2.3) Maximização do valor versus Teoria dos *Stakeholders*, (2.4) Limitações dos sistemas de *Corporate Governance* descritos em seis tópicos (Sistema Remuneratório dos Gestores; Regulação, Supervisão, Fiscalização, Avaliação e Controlo dos Gestores; Os administradores não executivos; Auditoria e Divulgação de Informação; Mercado de Controlo das Empresas; Influência dos Grandes Acionistas), (2.5) Estrutura acionista e partes relacionadas (2.6) Dívida como Mecanismo de Governo e (2.7) Códigos de Bom Governo. No terceiro capítulo é apresentado o contexto desta pesquisa, ou seja, é feita uma breve descrição dos episódios da vida da Portugal Telecom. No capítulo seguinte é explorada a metodologia de estudo - o Cálculo dos Retornos Anormais e a Base de Dados. No quinto capítulo é feita a análise dos resultados relativa ao estudo dos seguintes eventos: (5.1) A parceria estratégica da PT e Telefónica, (5.2) A saída da Vivo, (5.3) A OPA da Sonae, (5.4) O papel comercial do GES, (5.5) A entrada na Oi e a fusão, (5.6) A venda da Portugal Telecom à Altice, terminando este trabalho no sexto capítulo, com as conclusões que dele resultam.

## 2. Revisão de literatura

A alteração da noção de propriedade e a sua separação da gestão, bem como a crescente complexidade do meio económico, originaram o conceito de *Corporate Governance* (Governo das Sociedades), doravante designado CG.

Existem múltiplas definições de CG, mas todas elas alinham numa ideia-chave: o conflito de interesses entre entidades internas e externas da empresa, fruto da separação entre o controlo e a propriedade.

*“Procedures and processes according to which an organisation is directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organisation – such as the board, managers, shareholders and other stakeholders – and lays down the rules and procedures for decision-making.”*

OECD Glossary (2005)

As regras de CG procuram criar mecanismos que tendem a minimizar a assimetria de informação existente entre gestores e proprietários, claramente evidentes pelo risco moral e a seleção adversa na relação contratual dos agentes.

*“Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.”*

Shleifer e Vishny (1997), pp.737

*“Governo das sociedades quer-se referir o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado.”*

CMVM (2005)



A palavra governo tem origem grega e deriva da expressão em latim *gubernare*, que significa conduzir, dirigir um navio, aguentar o leme - muito mais que um percurso, um destino (*Grande Dicionário da Língua Portuguesa* (2002)).

*“Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. The boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholder’s role in governance is to appoint the directors and the auditors to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board’s actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting.”*

Cadbury Report (1992)

A expressão CG designa, justamente, *“o conjunto de estruturas de autoridade e a fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida, bem como as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência”* (Silva, et al. (2006) pp.12).

O significado e interpretação de CG é idêntica para vários autores, organismos ou instituições. O conceito engloba várias questões ao nível da divulgação de informação aos acionistas e administradores, das remunerações, dos conflitos de interesses e das estruturas de supervisão. No entanto, nas últimas décadas esta problemática tem sido alvo de muitas análises e investigações para avaliar o cumprimento das regras de governo societário por parte das empresas. É uma problemática que desde a década de 90 é alvo de atenção por parte das entidades competentes, grupos de peritos, organismos internacionais como a OCDE e nacionais como a CMVM (Alves e Mendes (2001)).

As boas práticas de CG têm desempenhado um papel fulcral na estabilidade dos mercados financeiros e no crescimento económico porque a sua função de controlo tem sido vital para muitas organizações. Dos preceitos de CG emanam regras e princípios a serem cumpridos e mesmo que estes não estejam a ser respeitados na sua íntegra, têm pelo menos um efeito persuasor no comportamento empresarial de quem gere e de quem é proprietário, com uma tendência de uniformização a nível internacional (CMVM (2007)).

## 2.1. Separação do Controlo e da Propriedade

No período pós grande crise de 1929, Adolph Berle e Gardiner Means publicaram uma obra denominada “*The Modern Corporation and Private Property*”(1932), pioneira na discussão dos benefícios e custos potenciais da separação do controlo e da propriedade da empresa e o objetivo era analisar empiricamente a estrutura acionista das grandes empresas americanas e avaliar os conflitos de interesses entre a gestão e os proprietários da sociedade. Naquela época o cenário era de transformação das pequenas para grandes empresas cuja propriedade deixava de ser da família, de um único titular privado, para uma propriedade plural, com capital aberto, disperso geograficamente e por vários sócios/acionistas. A evolução da propriedade acompanhava a evolução da empresa. O negócio estava em crescimento, a dispersão da propriedade era maior e a percentagem de ações da empresa que cada acionista detinha era menor e por isso a envolvimento nos assuntos da empresa era mais reduzida. Uma participação minoritária cuja influência na votação e direção dos assuntos da empresa levava à sua passividade em vantagem dos grandes acionistas (Berle e Means (1932))

Berle e Means (1932) argumentaram que a separação da propriedade e controlo poderia conduzir à existência de divergência de interesses entre acionistas e gestores, pelo facto de que aqueles que investem e possuem as ações não serem os mesmos que administram a atividade da empresa. Estas alterações da estrutura de propriedade e gestão proporcionaram a amplificação do poder discricionário dos gestores na orientação da empresa e arbitrário na tomada de decisões, não-alinhado com os interesses dos acionistas, por não haver simetria de informação. Isto pode levar à dicotomia de interesses e ao risco de prejuízo da empresa e acionistas, gerando os problemas de agência. Uma empresa tem diversos *stakeholders*<sup>1</sup>, acionistas, investidores e gestores - uma multiplicidade de interesses difíceis de alinhar e que por isso geram conflitos, pondo em risco a eficiência da empresa e a sua governação.

Neste estudo, Berle e Means (1932) alertam no sentido de serem dadas mais garantias aos direitos dos acionistas, maior responsabilização dos gestores e maior transparência na informação. O propósito era conseguir organizar o processo de decisão e fiscalização das

---

<sup>1</sup> *Stakeholder* é um termo anglo-saxónico que define as partes interessadas (pessoas, grupos, organizações e sistemas) numa empresa e que, direta ou indiretamente podem ser afetados pela organização. Contempla acionistas, colaboradores, clientes, credores, fornecedores, Estado, sociedade em geral, etc.

sociedades, com intuito das empresas estarem à altura das expectativas depositadas pelos seus investidores e por isso gerarem valor. A capacidade de controlo pelos acionistas está enfraquecida enquanto o poder dos gestores sobre os recursos e a condução da empresa é cada vez maior, não havendo garantia de que os interesses de quem investe seja o critério prioritário da gestão.

Na perspetiva de criar valor e oportunidades de eficiência a separação de controlo e propriedade é benéfico para os acionistas porque investem os seus fundos e, não dispondo de tempo nem capacidades de gestão para orientar o seu negócio, confiam em quem o faça por si e tiram proveito das escolhas que julgam ser as mais rentáveis. Os gestores, por sua vez, com escassa disponibilidade financeira gozam das suas capacidades, de gestão e empreendedorismo, para realizarem projetos com o capital alheio de quem pretende investir. A difusão do risco específico da empresa por vários investidores, decorrentes da dispersão do capital potenciada pela separação entre o controlo e a propriedade, pela responsabilidade limitada da participação social, e pela profissionalização da gestão, promove o crescimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, a redução do custo do capital (Alves (2005)).

## **2.2. Assimetria de informação e divergência de interesses**

O CG procura responder ao problema de agência, que existe quando a satisfação dos direitos contratuais de uma entidade (o principal) ou agente económico é entregue a outra entidade (o agente). O principal é a pessoa que possui a empresa, enquanto o agente gere o negócio da empresa em nome do principal. Ambas as partes atuam sob uma empresa mas têm objetivos e interesses diferentes e opostos, por isso existe conflito, denominado como problema de agência. A relação de agência decorre diretamente de uma relação de mandato (ou agência) mas não se limita a esta, assente na separação entre a gestão e a propriedade da empresa. O problema de agência existe quando o controlo dos recursos financeiros e a realização de atividades de carácter comercial e industrial, que devem satisfazer os direitos de uma parte contratual, é delegado em outra parte contratual ou em terceiros. Este problema assenta no risco de que o agente realize estas atividades, procurando maximizar os seus interesses próprios em primeiro lugar descurando os interesses do principal.

Adam Smith (1776) na sua obra sobre a riqueza da nação suspeitava da existência do problema de agência na empresa, porque argumentava que se uma empresa é gerida por uma pessoa que não é o proprietário, existe a possibilidade de que esta não atue em benefício dos proprietários. Berle e Means (1932) promoveram posteriormente esta preocupação na sua tese e pela análise das grandes empresas dos EUA perceberam que os agentes nomeados pelos proprietários controlam as empresas, conduzem o negócio e podem usar a propriedade da empresa para os seu próprio fim, criando conflito entre o principal e o agente. Depois destes autores muitas outros debruçaram-se sobre este tema e a partir dos anos 70 do século XX a teoria do problema de agência entre gestor e acionista, conhecida por Teoria da Agência, teve mais desenvolvimentos (Jensen e Meckling (1976)).

O problema de agência não se restringe apenas à assimetria de informação, divergência de interesses e atitudes face ao risco entre o principal e o agente (Ross (1973), Jensen e Meckling (1976)). Entre os acionistas maioritários e minoritários existem conflitos porque os proprietários com maior peso na empresa tomam decisões para seu benefício, em detrimento dos acionistas minoritários (Shleifer e Vishny (1997), Gilson e Gordon (2003)). Existem problemas de agência entre os proprietários e os credores porque decisões de investimento mais arriscadas dos donos da empresa podem ir contra a vontade dos credores. Sinteticamente, podemos referir que o problema de agência tem três dimensões: (i) relação entre o agente e o principal; (ii) conflitos entre acionistas maioritários e minoritários; (iii) relação entre os acionistas e os restantes *stakeholders* da empresa.

O agente enquanto gestor das atividades da empresa dispõe de mais informação do que o principal (o investidor e acionista) nos temas relacionados com a atividade para que foi contratado, mas sobretudo quanto às diligências que o próprio conduz para realizar a atividade contratada. Os gestores (agente) comprometem-se a realizar uma atividade requerida pelo acionista (principal), na qual são delegados poderes de decisão, autoridade e recebem uma remuneração como contrapartida, deixando em aberto uma relação de agência.

Citando Jensen e Meckling (1976, pp.5) *“if both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best*

*interest of the principal*”. A assimetria de informação entre o acionista e o gestor conduz o intuito de maximização do interesse próprio a um problema de agência: havendo interesses divergentes, o gestor escolhe, enquanto decisor racional, a opção que num conjunto de hipóteses maximize a sua utilidade, mesmo que em detrimento da dos acionistas, violando o contrato de agência. A destruição de valor resulta desta força entre interesses do gestor e interesses do acionista. (Jensen (2004)).

Jensen e Meckling (1976) aplicam a teoria da agência às empresas modernas e fazem-no mediante a formalização da teoria de Adam Smith que defende que quando a propriedade e o controlo das empresas não são totalmente coincidentes existe um potencial para a geração de conflitos de interesses entre proprietários e gestores. As suas palavras ditaram isso: "*The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.*"<sup>2</sup>

Existem benefícios na separação do controlo e da propriedade, no entanto, torna-se árdua a conciliação de interesses e a formalização de um contrato completo, com todas as entidades que interagem com a empresa. Segundo a visão de Jensen e Meckling (1976) a empresa abarca um complexo conjunto de contratos, explícitos e implícitos, entre a empresa e os seus funcionários, fornecedores, clientes, credores, e outros *stakeholders*, de tal maneira essencial que "*the "behavior" of the firm is like the "behavior" of a market, that is, the outcome of a complex equilibrium process*" (Jensen e Meckling (1976), pp.9). Fama (1980) defendeu que a empresa é disciplinada pela concorrência de outras empresas e dos vários intervenientes da empresa, que monitoram de forma eficiente o desempenho de toda a equipa e dos membros individuais.

O contrato entre acionistas e gestores, pela proteção legal subjacente, deveria ser uma garantia de que o objetivo delineado pelo primeiro seria cumprido pelo segundo. Apesar disso, nem sempre estão contempladas todas as situações, daí ser incompleto e ter cláusulas que podem originar interpretações divergentes. A aditar a estes factos, o gestor tende a agir em prol dos seus interesses próprios, descureando os objetivos da empresa. Os direitos (de controlo e remuneração) e os deveres (de lealdade) do gestor face ao acionista

---

<sup>2</sup> Expressão da obra de Adam Smith (1776) citada por Jensen e Meckling (1976, pp.1 in abstract)

estão definidos no contrato, de forma diminuta, e por isso as partes são forçadas a alocar direitos residuais de controlo, ou seja, de acordo com a teoria de agência, os acionistas são encarados como “*residual risk takers*” e os agentes são os principais atores do processo de decisão, tanto na vertente de gestão das decisões como no controlo das decisões (Fama e Jensen (1983), Shleifer e Vishny (1997)).

O nível de aversão ao risco é idêntico entre o principal e o agente, mas a predisposição para arriscar gera consequências diferentes. O agente é menos propenso ao risco e por isso o seu esforço e dedicação aos projetos da empresa vão gerar resultados que interessam ao principal. Para que o agente atue em prol dos interesses do principal, de criar valor, este tem de comprometer o comportamento do agente com motivação e uma estrutura de incentivo adequada, a qual é afetada pela qualidade da informação que os diretores dispõem e da atitude dos agentes em relação ao risco, tanto melhor se o agente for neutro ao risco (Grossman e Hart (1983)).

Existem várias interpretações para Teoria de Agência mas a essência dela é a existência de um contrato entre o principal e o agente, o qual pode eliminar os problemas de agência, mas na verdade ele enfrenta muitos obstáculos como assimetria de informação, racionalidade, fraude e custos de transação.

Para se mitigar estes problemas de agência originados por acasos contratuais e na consequência do reforço dos poderes de gestão, têm de ser utilizados mecanismos de controlo apropriados, nomeadamente: (i) (*ex-ante*) dar incentivos ao gestor para que atue no sentido da maximização do valor da firma (tanto mais eficazes quanto mais aproximem os interesses do gestor aos dos acionistas), (ii) (*ex-post*) monitorizar o seu comportamento e decisões e (iii) promover outros mecanismos de CG, que surgem como resposta ao facto de o sistema de incentivos e a monitorização direta não serem suficientes para ultrapassar o problema de agência (Shleifer e Vishny (1997)).

A gestão do conflito de interesses acarreta para os acionistas custos de agência (Jensen e Meckling (1976)). Estão contemplados os custos de monitorização da atividade da gestão, os custos de fiscalização pelo principal ao agente, os pagamentos ao próprio gestor para garantir que ele não realizará certas ações prejudiciais e que, caso as faça, o acionista é recompensado pelo prejuízo (os “*bonding costs*”) e ainda as perdas (ou ausência de ganhos) residuais que resultam da impossibilidade de erradicar o problema da agência por

completo. A má aplicação dos fundos dos acionistas é já por si uma forma de gestão oportunista, a qual se agrava quando existe expropriação.

Os acionistas, mesmo sabendo da existência de risco de expropriação por parte dos gestores, mantêm o interesse em investir, assumindo o papel de principal num contrato de agência, porque guardam em si a expectativa de que o entusiasmo, pelo facto de haver *cash flow* investido no negócio, crie otimismo nos gestores e isso venha a sobrepor-se aos custos de agência. Adicionalmente, os acionistas acreditam que a preocupação do gestor pela sua reputação o fará alinhar-se com os interesses dos investidores. Mas na mente dos acionistas, o investimento em projetos empresariais que não gerem, não são só fragilidades que acarretam custo de agência, uma vez que a aplicação dos seus capitais dá, por contrapartida, o direito de voto sobre as matérias mais importantes da sociedade, o direito de convocar e participar em assembleias gerais, o direito de receber e auditar informação financeira da sociedade (Shleifer e Vishny (1997)).

### **2.3. Maximização do valor versus Teoria dos *Stakeholders***

A temática de CG é um assunto que tem sido alvo de vários estudos, nomeadamente as questões sobre as políticas e procedimentos a adotar para melhorar a supervisão dos administradores nos conselhos de administração, mas a questão essencial que tem sido debatida é o objetivo da empresa (Jensen (2001a)). A complexidade das questões e o conflito de interesses, as forças políticas, sociais e a evolução da sociedade são os fatores de discórdia na opinião dividida sobre o propósito fundamental da empresa.

A definição do conceito de CG aceita visões diferentes. Alguns autores, Sternberg (1997), Jensen (2001a, 2001b, 2004), Sundaram e Inkpen (2004), assumem CG um exclusivo da relação entre administradores e acionistas - Teoria da Maximização do Valor da empresa, que propõe que os gestores devem agir na empresa para maximizar a riqueza dos acionistas. Enquanto outros, Donaldson e Preston (1995), Kaler (2003), Freeman *et al.* (2010), argumentam que um dos objetivos do CG é a responsabilização da empresa por um conjunto mais amplo de indivíduos e instituições cujos interesses se relacionam de forma legítima com a sua atividade - Teoria do *Stakeholder*.

Jensen (2002) argumenta que estas teorias não são necessariamente incompatíveis, mas a maximização de valor deve permanecer como objetivo principal da empresa. Este autor argumenta que provavelmente é impossível agradar a todas as partes interessadas, no entanto, não se consegue maximizar o valor de mercado a longo prazo de uma organização, sem se ignorar qualquer circunscrição importante, nomeadamente os *stakeholders*. A Teoria da Maximização do Valor da Empresa é um modelo que dá prevalência ao acionista enquanto detentor do capital com objetivo de maximização de valor da empresa no longo prazo. Segundo Jensen (2002, pp. 236) “... *value maximization states that managers should make all decisions so as to increase the total long-run market value of the firm. Total value is the sum of the values of all financial claims on the firm—including equity, debt, preferred stock, and warrants.*”

A teoria da empresa na perspetiva do acionista, em que a estratégia da firma para o seu melhor desempenho é determinada com enfoque na estrutura de propriedade, privilegia o acionista mas é dada importância aos trabalhadores, credores, fornecedores, clientes e a sociedade envolvente, ou seja, às partes interessadas, os chamados *stakeholders*. Segundo Jensen (2002), a Teoria dos *Stakeholders* diz que os gestores devem tomar decisões de modo a ter em conta os interesses de todas as partes interessadas na empresa. As partes interessadas contemplam todos os indivíduos ou grupos que podem afetar substancialmente o bem-estar da empresa (trabalhadores, clientes, credores) e para os quais tem de haver compromisso e responsabilidade social corporativa. Os gestores têm o dever de lealdade para com a sociedade, respeito pelos interesses de longo prazo dos sócios, mas com a devida ponderação nos interesses dos outros indivíduos que intervêm na empresa e que são relevantes para a sustentabilidade da sociedade. A empresa tem um papel mais abrangente e responsabilidades perante os interessados, além dos acionistas e proprietários.

Jensen (2001b) defende que não é de todo possível maximizar em mais do que uma dimensão e que o comportamento a seguir requer uma função objetivo única. A multiplicidade de interesses (porque cada *stakeholder* tem os seus interesses específicos) não permite uma gestão racional e desresponsabiliza os gestores das suas ações, nomeadamente ao permitir que estes atuem em promoção dos seus próprios interesses, pelo facto de não serem claras as intenções da empresa, nem existir um *trade-off* dos interesses concorrentes. A criação de valor não é um mero processo para sustentar o



objetivo corporativo de maximização do valor, mas implica também que a gestão forneça uma visão, missão, estratégias e táticas empresariais para que haja esforço e dedicação dos intervenientes, em prol comum.

Não obstante cada uma das teorias defender os seus princípios e ter os seus fundamentos, Jensen (2002) esclarece que é necessário ambas coexistirem e haver fusão de novas interpretações para possibilitar a maximização do valor da empresa a longo prazo, como critério para que haja recompensas para todos os *stakeholders*. O autor introduziu um novo objetivo da empresa denominado de “*Enlightened Value Maximization*” (maximização do valor esclarecido), a relação correta entre ambas as teorias. A maximização do valor de longo prazo é o *Balanced Scorecard* da organização e não apenas a visão, a estratégia ou a finalidade de uma empresa e é descrito como uma medida de gestão da teoria dos *stakeholders*. A maximização de valor diz aos intervenientes de uma organização como é que o sucesso na implementação das estratégias e a realização de uma visão serão avaliados mas não ensina como as criar, por isso torna-se relevante a influência da teoria “*Enlightened Stakeholder Theory*” (teoria das partes relacionadas esclarecida). Os gerentes e as partes envolvidas devem pensar mais além do curto prazo fazendo escolhas com um objetivo de longo prazo traçado, o *scorecard*.

Para colmatar todas estas discrepâncias, ou pelo menos reduzi-las, tornou-se necessário a institucionalização de mecanismos, traduzidos em boas práticas de gestão, que são a questão central do CG.

## **2.4. Limitações dos sistemas de *Corporate Governance***

Apesar da tentativa contínua de aprimorar, melhorar e otimizar as regras de Governo das Sociedades, as fragilidades persistem. Com os escândalos financeiros, as falências mundiais e o constante crescimento dos mercados financeiros, os investidores sentem necessidade de proteção, “*pela ação de outros investidores, pelo funcionamento dos órgãos de fiscalização, pela eficiência dos auditores, por força da atuação das autoridades de supervisão ou pela ação dos tribunais.*” (Alves (2005), pp.37). Existem mecanismos para garantir a proteção dos investidores mas em ambos os paradigmas, o

continental e o anglo-saxónico<sup>3</sup>, existem limitações (Alves (2005), Shleifer e Vishny (1997), Silva *et al.*(2006)).

*“É por tudo isto que já tenho referido que o real problema é que:  
Não há bons modelos de Corporate Governance que resistam às pessoas erradas;  
Não há boas regras que resistam às más práticas;  
Não há bons princípios de governo societário que resistam à falta de ética e de valores  
na condução das empresas.”*

Tavares (2015, pp.3-4)

## **Sistema Remuneratório dos Gestores**

O sistema remuneratório dos gestores é uma temática proeminente do CG, considerado um problema do governo de sociedade relacionado com a violação de deveres fiduciários, mas que tem evoluído para uma reinterpretação diferente por parte de diversos autores. A adoção de novas políticas de remuneração proporcionou mudanças de paradigma, deixando de ser apenas um problema, mas uma possível solução para o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas e resolução do problema de agência. Um método escolhido foi o de remunerar os gestores de forma contingencial com os resultados da empresa a longo prazo. No entanto, não existe evidência inequívoca da relação positiva entre incentivos remuneratórios e o desempenho da sociedade (Bebchuk e Fried (2003)), o que faz com que a literatura se divida entre quem considere a remuneração executiva um método eficiente de reduzir os custos de agência e os que, pelo contrário, a veem não como solução mas como parte do problema de agência, do conflito entre gestores e acionistas (Jensen (2005)). Os efeitos secundários das políticas remuneratórias, baseadas na performance dos gestores/administradores, fizeram se sentir, nomeadamente os escândalos no seio das grandes empresas e a crise da economia local e global financeira.

---

<sup>3</sup> Sistema Continental: propriedade concentrada em famílias, bancos e empresas cujo principal interesse a defender é o dos pequenos acionistas anónimos face aos acionistas grandes. Sistema baseado nas relações e controlo interno.

Sistema Anglo-Saxónico: propriedade com capital disperso em bolsa e cujo principal interesse a defender é o dos acionistas face ao poder arbitrário dos gestores. É um sistema assente no controlo externo pelo mercado.

As crises financeiras do início do século XXI agravaram a apreensão e o descontentamento entre *shareholders* e *stakeholders* relativamente à remuneração dos executivos, por ser alegadamente excessiva e muitas vezes incoerente com os resultados exibidos pela empresa e o contexto do mercado (Bebchuk e Weisbach (2010)). Estas remunerações variáveis alentavam a assunção excessiva de riscos pelos gestores para obterem resultados a curto prazo.

Os mesmos autores chamam a atenção para dois aspetos: a estrutura e o crescimento muito pronunciado das remunerações dos gestores. Para se perceber a dimensão desta questão, em 1979, os executivos das maiores empresas norte-americanas ganhavam vinte vezes mais que os trabalhadores da sua empresa com remuneração mais baixa, valor que em dez anos evoluiu para cem vezes (Tricker (2015)).

Bebchuk e Fried (2003) defendem os incentivos remuneratórios como um fator que agrava o problema da agência e argumentam que o crescimento das remunerações reflete precisamente o excesso de poder dos gestores na definição dos seus proveitos, sem consideração de outros valores, fomentado por uma débil contraposição por parte do Conselho de Administração (CA), por uma baixa proteção aos acionistas e por falta de transparência (assumem que a compensação dos executivos é superior e menos sensível ao desempenho quanto menor a qualidade de CG). Estão patentes falhas políticas e regulatórias, desde a promiscuidade na análise contabilística e financeira, a carência de independência das partes envolvidas na sociedade, a escassez de informação prestada aos mercados e as remunerações pelo insucesso.

Outra questão relativa à remuneração dos executivos é a sua estrutura. Uma das formas de remuneração mais populares, mas também mais polémicas em relação à sua eficácia, é a retribuição com base em *equity* da empresa, seja por ações ou opções sobre ações e outros incentivos implícitos. A partir da década de 80, a utilização de ações e opções sobre ações como forma remuneratória difundiu-se, incentivada na literatura e utilizada por acionistas e reguladores, por considerarem esta uma forma eficaz de aproximar os interesses do gestor e os do acionista (Shleifer e Vishny (1997), Tricker (2015)). De tal modo que, início do século XXI, estes ativos representavam uma parcela elevada na totalidade dos rendimentos dos gestores e a preocupação instalou-se, com vozes a defenderem que este sistema de incentivos correntes dava demasiada relevância ao

desempenho a curto prazo (Bebchuk e Fried (2004)). As empresas tentam alinhar os seus interesses com o dos gestores recompensando-os com *stock options*, mas na verdade estão a incentivar os gestores a tomar decisões que aumentam os preços das ações e consequentemente a riqueza dos acionistas, ou seja, incentiva uma gestão de ganhos. Os gestores podem adotar métodos de contabilidade criativa na gestão dos preços das ações para maximizar o valor do *stock options* que eles possuem e da qual são parte diretamente interessada (Fields *et al.* (2001)). Esta forma de remuneração pode ser considerada um ativo tóxico por parte dos gestores que as detêm porque sabe-se os impactos e efeitos das suas decisões na valorização e desvalorização das ações da empresa, a idoneidade dos resultados apresentados a tenderem para o bom desempenho, uma vez que é importante que as ações apresentem valor económico como sinal de gestão eficiente da empresa (Baiman (1990)).

A crise financeira que teve início em 2007 levantou enormes críticas e a suspeita se a sua responsabilidade não teria origem na configuração dos esquemas remuneratórios da administração, uma vez que com o intuito de promover a valorização ou sobrevalorização das ações ou para evitar a sua desvalorização, muitos gestores expuseram a empresa a negócios com risco excessivo, ocultaram informação importante ou divulgaram dados incorretos aos acionistas e ao mercado, manipularam resultados da organização e geriram os *timings* das comunicações, dos investimentos e *cash flows* em concordância com o seu programa de incentivos. Estes cenários criam custos de agência e atitudes comportamentais dos gestores oportunistas.

São vários os estudos empíricos sobre este tema, onde se constata que as *stock options* são um método para alinhar os interesses dos gestores executivos com os dos acionistas, mas também são disfuncionais em alguns dos seus efeitos (Meulbroek (2001), Hall e Murphy (2002) (2003)). Podem provocar conflitos de interesses entre acionistas e gestores e induzi-los numa política comportamental voltada para a gestão de ganho e manipulação do lucro (Jensen *et al.* (2004), Jensen (2005), Burns e Kedia (2006), Efendi *et al.* (2007), Alves (2011)). A compensação dos gestores por via das *stock options* correlaciona-se positivamente com a extensão da manipulação dos ganhos (Cheng e Warfield (2005), Bergstresser e Philippon (2006)). Existe a tendência das ações e opções de compra de ações serem substituídas por bónus em função da *performance* extraordinária apresentada (Tricker (2015)).

Os incentivos dos gestores como mecanismo do sistema de governo de sociedade para alinhar interesses entre acionistas e gestores falham os seus objetivos, nomeadamente as *stock options*, as remunerações variáveis indexadas aos resultados do exercício, assim como a avaliação da performance com base em cotações bolsistas. Para se colmatar estas lacunas existe a necessidade de se definirem políticas de remuneração mais eficazes. Nos últimos anos, as autoridades reguladoras visaram formas de aprimorar os esquemas de remuneração e também o processo como a política e forma de incentivos dos gestores são definidos numa sociedade (Bebchuk e Weisbach (2010)). Atualmente, a maioria dos códigos de CG internacionais recomendam a existência de uma comissão de remuneração, estabelecida no Conselho de Administração, constituída por administradores não executivos, privilegiando a sua independência. Em Portugal, a comissão de remunerações é nomeado pela AG se a empresa adotar o modelo monista ou o anglo-saxónico mas no caso dualista, esta comissão é uma imposição da lei.

Neste contexto desenvolveram-se diversos trabalhos de âmbito legislativo, regulamentar e recomendatório sobre a temática das políticas de remuneração com intuito de melhorar a transparência do mercado, aumentar a credibilidade e fiabilidade. Destacam-se as recomendações da CMVM sobre Governo Societário, aplicáveis às sociedades cotadas, atentas nas recomendações comunitárias. Em termos legais é de destacar a Lei n.º 28/2009 de 19 de Junho, que estabelece o regime de aprovação e de divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização e o artigo 399º do Código das Sociedades Comerciais. Com um carácter mais global, abrangendo diversas economias, destaca-se o *Relatório do Parlamento Europeu sobre a remuneração dos administradores de sociedades cotadas e as políticas de remuneração no setor dos serviços financeiros* (2010), consumado com base em diversas recomendações dos Estados Membros da UE e estabelecendo princípios vinculativos: (i) governação eficaz no domínio das remunerações; (ii) alinhamento eficaz entre a remuneração e a tomada prudente de riscos; (iii) estrutura equilibrada do pacote remuneratório ; (iv) supervisão eficaz e participação dos interessados.

Quanto à estrutura da remuneração dos administradores as recomendações da Comissão Europeia sugerem: (i) limitar as indemnizações por cessação de funções (“para-quadras-dourados”) e impedir em caso de fracasso; (ii) equilíbrio entre a remuneração fixa e variável, com uma ligação reforçada entre esta e o desempenho; (iii) promover a

sustentabilidade das empresas no longo prazo; (iv) em caso de dados incorretos ser possível a recuperação da remuneração variável por parte das sociedades. Quanto ao processo de determinação das remunerações os conselhos assentam no seguinte: (i) para uma melhor supervisão dos acionistas a informação divulgada deverá ser mais abrangente; (ii) garantir a participação e o direito de votos dos acionistas nas AG de deliberação sobre as remunerações acionistas; (iii) não incluir *stock options* nas remunerações dos administradores não executivos; (iv) reforçar o papel e funcionamento da comissão de remunerações (Europeu (2010)).

Em Portugal a fixação e competência para determinar as remunerações dos gestores está pautado no n.º 1 do art.º 399º do CSC e estabelece duas formas de o fazer: por deliberação dos acionistas em Assembleia Geral (AG) da sociedade, ou por uma comissão de remunerações, nomeada pela AG. Segundo o n.º 1 do art.º 429º do CSC a fixação da remuneração cabe ao conselho geral e de supervisão ou à comissão de remunerações por ele nomeada, aplicável ao Conselho de Administração executivo.

### **Regulação, Supervisão, Fiscalização, Avaliação e Controlo dos Gestores**

A maioria das economias europeias e mundiais dispõe de um código de CG, com recomendações e/ou princípios sobre boas práticas de governo dirigidas às sociedades cotadas.

Existe a convicção de que melhores práticas de governo influenciam positivamente o desempenho da empresa, apesar da dificuldade de o comprovar de forma inequívoca, o que tem levado muitos autores a defender a ideia de reformular o modo como esta relação é testada, uma vez que os indicadores utilizados para a avaliar e mensurar não têm sido capazes de qualificar uma estrutura tão complexa e subjetiva quanto o governo de uma empresa (Bebchuk e Weisbach (2010)).

Alves e Mendes (2004) argumentam que raras vezes os códigos de bom governo têm demonstrado preocupações relativas ao desempenho económico e financeiro nas recomendações que fazem às sociedades cotadas. No entanto, Alves (2007, pp.185) afirma que, “*o âmbito do Corporate Governance não se limita à fiscalização e controlo das equipas de gestão, mas antes envolve todos os mecanismos que conduzam a que a*

*empresa obtenha uma elevada performance e que os respetivos resultados sejam apropriados (proporcionalmente) por todos os seus acionistas”, o que ressalva a importância da performance da empresa no governo da sociedade.*

Existe a firme convicção de relação entre performance das empresas e CG, não obstante da falta de evidência empírica inequívoca que o comprove, uma vez que os indicadores utilizados para medir e avaliar o governo das empresas não têm sido capazes de qualificar a sua estrutura.

Os escândalos financeiros da Ahold, da Enron, da WorldCom, entre outras, no início do século XXI, revelaram práticas de governo dos seus conselhos de administração longe de serem as mais adequadas, o que motivou a promoção de órgãos de fiscalização mais independentes. Este conceito de independência está clarificado em códigos de boas práticas de governo das sociedades em vários países, ou mesmo na lei, como acontece em Portugal. O caso da Ahold é representativo da relação entre a falha na aplicação das regras de CG e uma má performance. Esta empresa foi uma história de sucesso na Europa na década de 90, até colapsar em 2003. A ausência de supervisão interna e externa das opções de gestão, uma estratégia mal planeada de crescimento através de aquisições, escândalos contabilísticos, perda de confiança dos investidores e divergências entre acionistas majoritários contribuíram para este desfecho, que poderia ser evitado com a aplicação criteriosa das regras de CG (Jong *et al.* (2005)).

A regulação e supervisão não são uma garantia do alinhamento de interesses entre acionistas e gestores e de equidade entre as partes. Para sustentar esta afirmação, basta notar que *“as autoridades de supervisão, tal como os pequenos acionistas e o público em geral, são vítimas de assimetria de informação, face às equipas de gestão e aos acionistas de controlo, não obstante poderem desempenhar um papel importante no sentido do esbatimento desta assimetria”* (Silva *et al.* (2006), pp.31).

Os códigos de CG têm a função de recomendar às sociedades os melhores modelos e práticas, dando o ónus da escolha de as aplicar ou não sob o princípio de *“comply or explain”*, ou seja, para as recomendações não aplicadas têm de ser apresentados os motivos do não cumprimento, cabendo ao mercado o julgamento das opções e justificações feitas pela sociedade (Alves e Mendes (2009)). As recomendações das melhores práticas de governo societário, os regulamentos e as leis, não são garantia da

existência de bons governos porque quando estamos perante sociedades com vários intervenientes e consequentemente múltiplos objetivos, deparamo-nos com conflitos de interesse.

A regulação e supervisão assume um papel importante no tratamento equitativo e proteção dos acionistas e investidores face aos órgãos de administração, na veracidade, transparência e integridade da informação divulgada e na minimização dos riscos de expropriação que os investidores estão sujeitos. A fiscalização tem como responsabilidades o controlo e supervisão do negócio, garantir que a estratégia delineada está a ser seguida, avaliar o desempenho dos administradores executivos e dos riscos que assumem e fixar as remunerações dos executivos. Estas competências de regulação, supervisão e fiscalização podem ser atribuídas a diferentes grupos da sociedade, consoante o sistema de governo adotado e a legislação em vigor (Silva *et al.* (2006)).

### **Os Modelos de Governo das Sociedades**

Existem dois sistemas de governo da sociedade (Anglo-Saxónico e Continental), assentes em mecanismos de fiscalização e tomada de decisões diferente, e por sua vez há três modelos de governo das sociedades consoante a estrutura dos órgãos de administração adotado. Nenhum modelo é único à luz do CG, segundo o princípio “*one size doesn’t fit all*”, por isso deve ser escolhido o que mais se coaduna, tendo em consideração o enquadramento legal, institucional e os aspetos socioculturais do país e da empresa (Silva *et al.*, 2006). Em Portugal podemos identificar três modelos:

- (i) Modelo Latino, clássico ou monista<sup>4</sup>, é constituído pela Assembleia Geral, pelo Conselho Fiscal ou Fiscal Único (membros independentes e qualificados) e pelo Conselho de Administração (com administradores executivos e não executivos) que tem unificado as funções de monitorização e gestão;
- (ii) Modelo continental, dualista é um modelo *dual-tier*<sup>5</sup> com separação das tarefas de execução, delegadas ao Conselho de Administração Executivo, e das tarefas de supervisão e fiscalização, ao cuidado do Conselho Geral e de

---

<sup>4</sup> Modelo contemplado na primeira alínea do n.º 1 do art.º 278º do CSC

<sup>5</sup> Modelo contemplado na última alínea do n.º 1 do art.º 278º do CSC



Supervisão. Independente de todos estes existe o Revisor Oficial de Contas (ROC);

- (iii) Modelo anglo-saxónico é um modelo *one-tier*<sup>6</sup>, em que não há separação entre quem executa e quem fiscaliza, por isso o CA, integrado por administradores executivos e não executivos, incorpora uma Comissão Executiva (CE) e uma comissão de auditoria, independente do Revisor Oficial de Contas.

Segundo proposta da CMVM e do Livro Branco para que a legislação portuguesa se adaptasse aos moldes europeus, o CSC alargou o leque de modelos opcionais de CG (Silva *et al.*, 2006). Foram realizadas algumas alterações nos dois modelos já existentes e criado um novo, o modelo anglo-saxónico, previstos no artigo 278º do CSC. Previamente a esta revisão, em Portugal existiam dois modelos estruturais para a administração e fiscalização: o modelo latino (monista ou clássico) e o modelo dualista. Com a revisão do CSC em 2006 a escolha, dentro dos três modelos possíveis, tornou-se mais flexível, mas vinculado a seguir a linha condutora dos bons princípios de governação societária tendo de justificar, perante a ótica do *comply or explain*, as suas escolhas (Alves (2007), Ferreira (2006)).

O Conselho de Administração é o órgão máximo de uma empresa, constituído por um grupo de indivíduos eleito pela AG de acionistas, que estabelece políticas de gestão do negócio, toma decisões sobre questões chave da empresa, fixa as estratégias e os padrões de conduta para as alcançar e constitui um dos principais mecanismos internos de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, uma vez que os mecanismos tradicionais tendem a falhar. Segundo Davis (2005) cabe ao CA a responsabilidade de garantir uma estrutura empresarial adequada às políticas de bom governo, como potencial solução para a dicotomia de interesses e a maximização da performance.

As empresas devem divulgar a estrutura do seu CA, nomeadamente, a Comissão Executiva e os administradores não executivos, os administradores independentes e as relações de dependência que possam existir, sem nunca descurar a ideia de que a sua estrutura deverá refletir a estrutura acionista. As diretrizes sobre o governo societário recomendam que a estrutura de um Conselho de Administração contemple

---

<sup>6</sup> Modelo contemplado na alínea b) do n.º 1 do art.º 278º do CSC

maioritariamente administradores independentes, com o intuito de maior vigor na supervisão dos administradores. Contudo os estudos não são unânimes sobre a asserção de que as características do CA (composição, tamanho e independência dos administradores) conduza a um desempenho superior da sociedade (Bhagat e Black (1999)).

Quanto à estrutura, alguns autores como Baysinger e Butler (1985), Bhagat e Black ((1999), (2002)), Hermalin e Weisbach (1991) evidenciaram uma relação estatisticamente não significativa entre a composição do Conselho de Administração e o desempenho empresarial. Quanto à independência, Chtourou *et al.* (2001) confirmaram a ausência de uma relação positiva entre independência do Conselho de Administração e o nível de manipulação dos resultados por parte da empresa. Contrapondo esta perspectiva, Baysinger e Butler (1985) revelaram que as empresas com maior proporção de administradores independentes apresentaram melhor desempenho financeiro, e provaram pelos resultados do estudo de que a maioria das empresas com bom desempenho não têm mais de cinquenta por cento de administradores independentes nos conselhos de administração. Yermack (1996) e Agrawal e Knoeber (1996) demonstraram nas suas análises que empresas com elevado número de administradores independentes podem evidenciar pior desempenho. Isto é explicado pelo facto de que a independência de um administrador nem sempre é transparente e pode haver algum ponto de relação com a empresa ou administração, nem que seja, de uma forma indireta; por outro lado os administradores independentes nem sempre dedicam o tempo devido aos assuntos da sua alçada, nem de uma forma afincada, em alguns casos motivada pela recompensa pouco motivadora.

A estrutura do CA deve ser composta por administradores internos, externos e independentes.

Um administrador é considerado independente quando não tem qualquer relação com a empresa e os administradores executivos, para além da sua função de administrador, que possa interferir nos seus julgamentos, na liberdade das suas análise e objetividade das suas decisões. O CSC define o conceito de independência como sendo “*a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão*”, no

nº5 do artigo 414º. As primeiras recomendações da CMVM, datadas de 1999, já dava relevo a esta temática da independência dos membros da administração, mas em 2003, nas Recomendações sobre Governo das Sociedades Cotadas (Regulamento da CMVM n.º 11/2003) o entendimento foi melhorado, no sentido de uniformizar e terminar com a liberdade de cada sociedade poder definir o seu próprio conceito de independência e na ampliação do leque de grupos aos quais um administrador não pode estar relacionado, deixando de ser apenas a representação de acionistas dominantes da sociedade<sup>7</sup>. Nas recomendações e na lei definem-se rácios mínimos entre administradores independentes e não-independentes. O conceito de independência aparece associado à noção de incompatibilidade. O exercício de funções como membros do conselho fiscal ou de ROC, da comissão de auditoria e do conselho geral e de supervisão estão sujeitas à avaliação da situação de incompatibilidade. Não podem ser beneficiários de vantagens particulares da sociedade, não podem exercer funções nestes órgãos os sócios e administração que têm uma relação de domínio ou de grupo com a sociedade, não podem ser administradores da própria empresa (aplicável às funções de conselho fiscal ou ROC e do conselho geral e de supervisão), não podem estar vinculados a interesses de empresas concorrentes, não podem ter relações de familiaridade (CMVM (2010a)).

### **Os administradores não executivos (externos)**

Os administradores não executivos são um segundo grupo de administradores que complementam a estrutura de fiscalização, controlo e supervisão da atividade de uma sociedade, verificam a veracidade da informação divulgada, bem como a avaliam o desempenho dos administradores executivos e a fixação da remuneração. Estes elementos, ao contrário dos administradores executivos, não assumem atividades de gestão corrente da sociedade, mas contribuem como membros do Conselho de Administração para a definição da estratégia da empresa e aconselham os executivos em matérias de gestão do negócio (Alves (2007)).

---

<sup>7</sup> Para ser considerado independente não podem existir relações familiares entre o administrador não executivo e o CEO e/ou Chairman, ter desempenhado funções executivas na empresa, não pode estar ligado a grupos específicos de interesses da sociedade desde parceiros financeiros, clientes e fornecedores relevantes da empresa, assim como não pode ser um grande acionista ou atuar por nomeação de um.

Um administrador não executivo deve ter conhecimentos e competências apropriadas para desempenhar o seu papel de supervisão e fiscalização da atividade da sociedade em matérias financeiras, capacidade para desafiar a gestão e dar o seu contributo em matérias de negócio (Silva *et al.* (2006)). No entanto, problemas como a falta de interesse e de competências, pouco tempo e esforço para compreender o negócio e desafiar a ação dos executivos, pouco conhecimento e incapacidade para absorverem toda a informação é uma crítica recorrente feita aos administradores não executivos (Alves (2005)). Os administradores externos podem também optar por privilegiar o desempenho a curto prazo, sustentado pela confiança na sua avaliação financeira do negócio, fruto de débil acesso a informação detalhada e específica da empresa, fundamental para avaliar e projetar o desempenho estratégico a longo prazo.

Estes administradores são vistos como conselheiros dos administradores executivos, que trabalham diretamente e numa relação de pares com os gestores executivos, mas a forma como se integram no Conselho de Administração depende do modelo de governo que a sociedade adotar e a legislação do país em que a sociedade se encontra (Alves e Vicente (2012)).

Nos modelos continental e latino a gestão da empresa é responsabilidade do Conselho de Administração enquanto no modelo anglo-saxónico é a Comissão Executiva responsável pela administração da empresa, sendo que algumas tomadas de decisão carecem do parecer do conselho geral e de supervisão. A supervisão e fiscalização da sociedade são funções da responsabilidade do ROC e da comissão de auditoria ou do comité de Auditoria, consoante o modelo do governo adotado seja o latino ou o anglo-saxónico, respetivamente. No modelo continental quem está incumbido destas responsabilidades é o conselho geral, o conselho fiscal e o ROC (Alves e Vicente (2012)). O modelo continental é também designado por dualista pelo facto de haver separação entre as funções executiva e fiscalizadora, entregue a dois órgãos diferentes, o CA e o conselho geral e de supervisão. Os outros dois modelos são monistas porque concentram estas funções num só órgão, no modelo anglo-saxónico está entregue ao CA e no modelo latino é o CA combinado com o conselho fiscal.

O *chairman*, presidente do CA, é o representante da empresa com o exterior, é quem comunica com os acionistas e tem a responsabilidade de coordenar os administradores

não executivos na prossecução dos trabalhos de controlo, fiscalização e avaliação dos administradores executivos. O CEO, presidente da CE, tem competências para gerir a atividade da empresa e coordenar a execução dos planos estratégicos.

Numa estrutura dualista há a possibilidade de separação dos cargos pelo facto de as instâncias decisórias estarem assentes em órgãos distintos, o CA (presidente *Chief Executive Officer* (CEO)) e o Conselho Geral (presidente *Chairman*). Sendo uma estrutura monista as figuras de presidente do CA e do CE podem ou não coincidir. Esta separação é relevante para uma maior coerência e menor concentração de poderes, e caso não se verifique tem de haver transparência na forma como são coordenados os trabalhos dos administradores não executivos e da capacidade que estes têm para desempenhar as suas funções de forma eficaz e independente (Silva *et al.* (2006)).

Os administradores executivos (administradores internos, *insiders*) são os gestores do dia a dia da empresa. Os administradores não executivos (administradores externos, *outsiders* que não pertencem aos quadros da empresa) têm de ser independentes dos executivos para que não haja alinhamento de interesses e atuem na monitorização e avaliação dos administradores executivos, aconselhando, fiscalizando e tomando decisões estratégicas. Ambos os administradores devem ser devidamente remunerados para que haja incentivos coadunados com as suas responsabilidades e sem desvios de interesses. Os executivos são remunerados pelo seu esforço, dedicação, competências e tempo que dedicam ao seu trabalho, ponderado pelo objetivo da empresa e não desalinhamento de interesses dos acionistas. Para além da componente fixa têm a variável, subjacente ao seu desempenho. De igual modo os não executivos devem ser remunerados de forma fixa (sem estar dependente do desempenho ou valor da sociedade) e não excessiva para não limitar a independência do julgamento (CMVM (2010a), (2013)).

As recomendações da CMVM sugerem que o Conselho de Administração e o conselho geral de supervisão criem comissões, consoante o modelo adotado, para organizar os trabalhos, separar os administradores executivos dos não executivos, melhorar a qualidade de desempenho da administração e prevenir conflitos de interesses em áreas mais propensas à sua ocorrência (Silva *et al.* (2006), Alves e Vicente (2012)).

O CA pode delegar poderes num comité executivo e encarregar alguns administradores de se ocuparem de certos assuntos da administração, nos casos em que a empresa adota o

modelo latino ou o anglo saxónico. No modelo continental o conselho geral e de supervisão deve ter um comité de audioria (comissão para matérias financeiras) para tarefas de supervisão

São criados comités de fiscalização e avaliação das estruturas executivas, composto por administradores externos independentes, com competências específicas, adaptadas à tipologia das tarefas que desempenham. A composição das comissões, funções, atividades desenvolvidas e regras de funcionamento tem de ser devidamente formalizada e divulgada (Alves (2005), Silva *et al.* (2006)).

A Comissão de Auditoria é composta por administradores não executivos e independentes da equipa de gestão, um dos quais com conhecimentos técnicos na área financeira e outro na área operacional do negócio da empresa. Tem em si delegado as tarefas de escolha do auditor externo, tem como objetivo garantir a credibilidade e fiabilidade da informação prestada e devidamente auditada, merecedora de confiança na divulgação pública.

A Comissão de Avaliação, Nomeação e Remuneração igualmente constituída por administradores independentes e não executivos tem como responsabilidade avaliar o desempenho anual dos administradores executivos (daí a relevância da independência dos administradores não executivos, para que não haja avaliação enviesada por interesses), comunicar aos acionistas os resultados das avaliações de desempenho anual e fixar a remuneração de todos os administradores executivos, com base no orçamento dado pela Assembleia Geral para gastos com remunerações fixas e percentagens disponíveis dos lucros, afetas a remunerações variáveis.

A Comissão de Governo da Sociedade ou comité de nomeações deve de igual modo funcionar de forma independente da administração executiva e tem como função a nomeação de novos administradores, perante apresentação de proposta à assembleia-geral para análise e votação.

### **Auditoria e Divulgação de Informação**

Para que haja uma relação transparente e de confiança entre a empresa, os acionistas, o mercado e os restantes *stakeholders* tem de haver divulgação da informação, de forma exaustiva e verdadeira. Os escândalos financeiros abalaram a confiança da informação e

da monitorização passiva pelos analistas financeiros aos gestores. A manipulação de dados e previsões tem efeitos negativos para o governo da sociedade: *“desapontam os analistas, reduzindo as expectativas quanto à capacidade de a empresa gerar valor e sendo pecuniariamente penalizados na sua remuneração, ou alimentam falsas expectativas, recorrendo a gestão de resultados, a práticas contabilísticas pouco ortodoxas ou simplesmente mentindo”* (Silva *et al.*, 2006, pp.28). A independência dos auditores externos é outra questão que levanta suspeitas porque além de trabalharem para os acionistas trabalham para os gestores e acumulam funções de auditoria e consultoria, o que despoletou a tomada de múltiplas medidas de natureza autorreguladora (Silva *et al.* (2006)).

Uma relação transparente e de confiança que se pretende entre empresa, acionistas, mercado e os restantes *stakeholders* pressupõe a divulgação de informação económica e financeira. Esta transparência apenas se verifica se a informação divulgada for exaustiva, autêntica, baseada na aplicação de metodologias contabilísticas acertadas e divulgada em tempo útil, em relatórios e contas da organização, elaborados segundo as normas legislativas e regulatórias aplicáveis. Alves (2005) afirma que o princípio da transparência tem sido em muitos casos violado, recorrendo a práticas contabilísticas duvidosas, gestão de resultados ou divulgação de informação falsa com o intuito de esconder informação importante ou manipular os resultados da organização apresentados aos investidores, reguladores, analistas e ao público em geral.

De acordo com Silva *et al.*(2006), aos auditores externos compete avaliar a veracidade e a exaustividade da informação, bem como o cumprimento das normas aplicáveis, num trabalho técnico rigoroso e de excelência, totalmente independente, no interesse da globalidade dos acionistas sem ceder a nenhum interesse individual.

Os escândalos financeiros do início deste século na Europa e Estados Unidos da América abalaram o mercado, não apenas com a dimensão dos fenómenos, mas também os atores envolvidos - gestores, auditores, analistas, bancos. A resposta foi a introdução de mais legislação, visando aumentar a independência de administradores externos e auditores, de modo a melhorar a qualidade da informação divulgada e das auditorias externas realizadas. Nos Estados Unidos da América, por exemplo, a comissão de auditoria das sociedades cotadas em bolsa passou a ser constituída unicamente por administradores

independentes, com pelo menos um com conhecimentos em contabilidade ou finanças, as sociedades de auditoria foram obrigadas a prestar aos seus clientes de auditoria exclusivamente serviços desse âmbito e foi ainda concebido um organismo para supervisionar as sociedades de auditoria (Tricker, 2015).

Em última instância, é esta a finalidade das medidas de CG: alcançar um nível supremo de transparência, de modo a promover a confiança dos investidores.

## **Mercado de Controlo das Empresas**

O mercado, segundo alguma literatura, disciplina e pune a gestão, regulando as sociedades quando os gestores não operam de forma eficiente, pelo princípio implícito de que uma empresa mal gerida num mercado eficiente estará sob a ameaça de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA). A perda potencial para o gestor, se a empresa que gere for alvo de uma OPA, motivá-lo-á a alinhar os interesses dos acionistas com a sua gestão, reduzindo os custos de agência (Grossman e Hart (1986)).

A decisão de compra de parte ou da totalidade de uma empresa, no mercado nacional ou internacional, ocorre por vários motivos. O proponente pode fazer uma oferta de aquisição por constatar uma subavaliação no mercado de determinada empresa, pela perceção de uma gestão ineficiente, pela diferenciação tecnológica existente na empresa alvo, pelo entendimento de ganhos ao eliminar passivos tangíveis ocultos ou por identificarem custos de agência elevados (Lopes *et al.* (2006)).

Uma OPA hostil desencadeia uma defesa por parte da empresa alvo do *takeover*, no sentido de evitar a mudança de propriedade. A defesa a este procedimento tem evoluído significativamente, sendo cada vez mais um processo complexo, e pode ser de duas categorias: preventivas (a empresa alvo utiliza antes do anúncio do *takeover*) e ativas (concretizadas depois do anúncio da intenção de aquisição, como alterações na estrutura de capital - recapitalização, aumento do nível de endividamento, emissão de mais ações, recompra de ações próprias e *Capital Structure Changes* - ou alegação de ilegalidades) (Lopes *et al.* (2006)).

Franks e Mayer (1996) afirmam que alguns estudos não encontram diferenças relevantes entre o desempenho de empresas alvo ou não alvo antes da realização de *takeovers* ou



entre alvos de OPA amigáveis ou hostis. Deste modo, o processo de seleção no mercado de controlo atenta mais ao tamanho que ao desempenho das empresas (Franks e Mayer (1996)).

O mercado de controlo não permite também corrigir a sobrevalorização do valor das ações da empresa (Jensen (2004)).

Deste modo, este mecanismo é bastante limitado porque não existe forte evidência que demonstre relação franca entre *takeovers* e a *performance* da gestão, por isso é dúbia a efetividade do ato punitivo das aquisições hostis. Por outro lado, este mecanismo é caro e tardio a causar efeitos nos gestores, sendo de salientar que este mecanismo tende a agravar os problemas de agência.

O mercado de capitais além de disciplina incute controlo aos gestores das empresas mediante os agentes económicos e os analistas financeiros, que avaliam a informação divulgada, auditam e formulam juízos de valor. São agentes ambiciosos com objetivos traçados e com unidades de medida e avaliação definidas que contribuem para a determinação de metas para os gestores (Silva *et al.* (2006)). Os analistas estudam as empresas cotadas em bolsa e dão recomendações sobre a compra e venda de ações da sociedade. São recomendações de investimento, com impacto na formação dos preços de mercado e na tomada de decisão dos investidores. No final dos anos noventa assistimos a uma sobreavaliação das cotações e isso gerou expectativas em alta nos analistas financeiros sobre os resultados esperados, proporcionando uma dicotomia de possíveis ações dos gestores. Podem manipular resultados e ter práticas contabilísticas menos corretas para sustentar falsas expectativas dos analistas ou apresentam, verdadeiramente, resultados inferiores, desapontando os analistas e consequentemente sofrendo penalização na sua remuneração variável indexada à *performance*.

Byard *et al.* (2006) conseguiram provar que a qualidade da informação prestada pelos analistas financeiros sobre a expectativa de resultados é tanto maior quanto melhor a qualidade do governo de sociedade e que a qualidade dos mecanismos de governação aumenta com a superioridade das informações divulgadas pela empresa. Quando a qualidade do governo da sociedade é superior permite gerar mais benefícios para os utilizadores finais das divulgações facultadas pela empresa, ou seja, a informação que os analistas financeiros possuem terá um aumento da qualidade geral. Neste estudo os

autores avaliam o tipo de relação entre a qualidade da informação dos analistas com um governo societário de melhor qualidade, sendo este avaliado por quatro medidas: a independência do Conselho de Administração e da comissão de auditoria, o tamanho do Conselho de Administração e a existência ou não da figura de CEO e *Chairman* a cargo da mesma pessoa.

A precisão da previsão dos analistas está positivamente relacionada com a qualidade do governo da sociedade das empresas. Aumenta a qualidade das previsões dos analistas financeiros com a independência do CA e a diminuição do tamanho do CA e diminui quando o CEO também exerce as funções de *Chairman*. Assim, para uma maior transparência das divulgações e uma melhoria nas previsões dos analistas financeiros é relevante que os mecanismos de controlo do governo de sociedade funcionem e produzam efeitos ao nível da qualidade de governação.

### **Influência dos Grandes Acionistas**

Os direitos e obrigações dos acionistas são estipulados legalmente de acordo com a legislação do país onde a empresa se encontra sediada e pelos estatutos da própria sociedade. Em Portugal é no Código das Sociedades Comerciais e no Código dos Valores Mobiliários. Um direito transversal é o direito de voto em Assembleia Geral de acionistas (Tricker (2015)), onde tem o poder de nomear e destituir gestores, aprovar relatórios de gestão e relatórios de contas, deliberar sobre propostas dos administradores e interagir com os mesmos, bem como fazer sugestões para consideração da Assembleia Geral (Alves (2005), Tricker (2015)).

A estrutura da propriedade da empresa tem mudado de forma significativa, passando de capital aberto no final do último século para uma situação complexa, onde os acionistas já não são exclusivamente indivíduos ou sociedades comerciais mas também investidores institucionais. Entre investidores e empresas surgem intermediários financeiros (seguradoras, bancos, fundos de pensões, *mutual funds*, *hedge funds*, fundos soberanos) isolados ou em cadeia (Tricker (2015)). Os *hedge funds* são os mais interventivos no ativismo acionista nestes últimos anos (Bebchuk e Weisbach (2010)) mas os fundos de pensões tiveram o seu contributo relevante nos anos noventa (Gillian, 2000).

Os grandes acionistas (maioritários ou não) agem com intuito de influenciar as decisões dos gestores para conseguirem uma melhor *performance*. Conseguem-no porque têm mais direitos de voto, concentrados num número reduzido de grandes decisores, o que significa mais poder que os pequenos acionistas (Bebchuk e Weisbach (2010)). Um dos problemas que se coloca neste mecanismo é a exploração dos pequenos acionistas minoritários, nomeadamente quando existe excesso de direitos de voto face aos direitos de *cash flow*. Outro efeito nefasto é a perda de interesse na melhoria de *performance* a longo prazo quando o controlo pelos grandes acionistas é excessivo. É possível que as empresas queiram proteger-se do ativismo dos acionistas mas muitas vezes esta influência é bem sucedida porque permite mudanças silenciosas e incrementais e levam a mudanças dentro das organizações (Bebchuk e Weisbach (2010)).

O ativismo dos investidores pode ser uma solução para minimizar os custos de agência e acautelar os direitos dos acionistas, e assume o tema do CG como de extrema importância, a par da *performance* financeira da empresa.

A concentração dos direitos de voto num número restrito de acionista, ou mesmo em apenas um, facilita a influência e o controlo da gestão da empresa, uma vez que permite o estabelecimento de uma maior autoridade sobre os gestores, bem como possibilita uma maior simetria no acesso à informação. Podemos então aferir que a intervenção dos grandes acionistas é um mecanismo de governo ( Shleifer e Vishny (1997), Bhagat *et al.* (2007), Bebchuk e Weisbach (2010)). Esta concentração acionista permite então, alavancar a proteção legal dos acionistas, possibilitando uma intervenção não prevista diretamente na lei, de negociar de modo privado e direto com a gestão (Shleifer e Vishny (1997)).

Uma política ativa de CG por parte das empresas cotadas tranquiliza os investidores para os quais, na avaliação de um investimento, a *performance* da administração se revela tão importante como os indicadores financeiros apresentados. Deste modo, espera-se que os investidores atuem diligentemente nas empresas em que participam, exercendo o direito de voto nas assembleias gerais, exercendo pressão pública ou *off record* para modificar as estruturas e as práticas de CG dessas sociedades (Alves (2005)).

Após os escândalos financeiros aumentou o debate entre quem considera a intervenção dos grandes acionistas como parte da solução e quem defende que é parte do problema.

Alves (2005) afirma que se intensificaram os apelos por parte de muitas autoridades públicas de supervisão (a CMVM no caso Português, por exemplo) e de códigos de boas práticas de CG para um maior ativismo de um grupo específico de acionistas: os investidores institucionais. Torna-se importante o seu envolvimento no controlo e fiscalização do governo da sociedade porque são grupos que dispõem de mais informação, gerem grandes carteiras de ações cotadas em bolsa, e são poderosos, sofisticados e de mérito reconhecido no mercado de capitais.

Bhagat *et.al* (2007) destacam vários mecanismos de governo resultantes do ativismo dos investidores institucionais. Apresentam-nos como opositores dos mecanismos *anti-takeover*; assumem um papel mediador na negociação com os gestores, monitorizando-os, nomeadamente a oportunidade de aprovar ou rejeitar propostas apresentadas, em matérias de governação, de avaliação e remuneração dos administradores executivos e seleção ou substituição dos administradores. Além disto assumem relevo como medida de governo do Conselho de Administração porque as propostas dos acionistas assentam numa maior representação de administradores independentes no CA. Por se tratar de grupos institucionais não têm interesses privados que possam colidir com o dos acionistas individuais, mas têm grande capacidade de influenciar os gestores sem risco de expropriação dos pequenos acionistas.

## **2.5. Estrutura acionista e partes relacionadas**

O tema sobre as partes relacionadas ganhou importância e crescente preocupação com a insolvência da Enron e escândalos financeiros de outras sociedades, cujo colapso teve origem em problemas de governação. Nomeadamente, pela existência de transações com entidades criadas para fins especiais, com escassa divulgação dessas transações, exercício de funções cumulativas de CFO e administrador, assim como transações com partes relacionadas de tal modo que os gestores utilizavam a empresa como o seu banco pessoal, ou seja, uma fonte de rendimento e de desvio de valor da sociedade. As transações com partes relacionadas ocorrem com entidades que controlam ou estão sob controlo comum da empresa e que se traduz numa oportunidade de expropriação de recursos. Pode envolver acionistas importantes, gestores e familiares próximos (OCDE (2004)). As transações entre partes relacionadas mais comuns não são os empréstimos concedidos à

sociedade, mas os empréstimos realizados pela empresa a partes relacionadas, nomeadamente administradores, acionistas majoritários e diretores.

Segundo os Princípios da OCDE (pp. 55, 2004) “o termo *“partes relacionadas”* pode incluir entidades que controlam, ou estão sob controlo comum, de uma empresa, accionistas com peso significativo, incluindo os respectivos familiares, e os gestores principais”. É um conceito que visa abarcar vários tipos de transações cujo risco de abuso é potencialmente elevado e por vezes difícil de evitar. Há o risco de as partes relacionadas obterem vantagens em prejuízo dos acionistas e da empresa, risco de perda ou apropriação indevida de ativos da sociedade pelas partes relacionadas e consequente afetação da atividade e dos resultados.

Um dos mecanismos relevante para controlar e prevenir as transações abusivas entre partes relacionadas é a divulgação das mesmas para garantir maior transparência e permitir que outros sujeitos da sociedade conheçam o motivo e a natureza destes negócios e limitem os comportamentos abusivos dos *insiders* (Gomes (2009)). Segundo as recomendações da OCDE as transações relevantes, individuais ou em grupo, devem ser divulgadas e com informação das condições em que foram executadas, normais de mercado ou específicas, assim como a natureza, o montante envolvido e o cariz da relação em que exista um controlo.

As normas internacionais de contabilidade, a IAS 24 (*International Accounting Standard*) aborda esta temática com o objetivo de “assegurar que as demonstrações financeiras de uma entidade contenham as divulgações necessárias para chamar a atenção para a possibilidade de que a sua posição financeira e resultados possam ter sido afectados pela existência de partes relacionadas e por transacções e saldos pendentes com tais partes” (CNC (2008), pp.230). O intuito é estabelecer normas sobre a informação que deve ser divulgada, nomeadamente, os relacionamentos entre as partes relacionadas, os saldos e as transações e o tipo de relação e negócio estabelecido. Os relacionamentos com as partes relacionadas permitem estabelecer negócios benéficos, que outras partes externas não conseguem realizar e em condições mais favoráveis do que as do mercado (CNC (2008)). A IAS 24 deu um contributo importante à construção do conceito de parte relacionada descrito pela OCDE. Aborda a questão do controlo, a influência significativa e o tipo de

relação com a parte relacionada (associada, empreendimento conjunto, familiar, membro do pessoal-chave da gerência).

A monitorização das transações entre partes relacionadas não se limita à divulgação de informação e consequente análise por parte do CA, acionistas, comissão de auditoria e entidades de supervisão como a CMVM, mas podem intervir supervisores de controlo, como credores, analistas financeiros, a banca e agências de *rating* para entenderem qual a estrutura destas transações.

Quando as empresas implementam mecanismos de governação dão sinal ao mercado e aos *stakeholders* de que há vontade em alinhar os interesses dos intervenientes da sociedade, dar um tratamento equitativo aos *stakeholders*, transparência de informação e apresentação de resultados. Contudo as empresas nem sempre cumprem as recomendações e geram especulações negativas e expectativas baixas no mercado. Para isso há necessidade de medidas mais exigentes. No quadro legal português existem negócios entre partes relacionadas (de relevância significativa) sujeitos a deliberação do Conselho de Administração e parecer favorável do Conselho Fiscal ou Comissão de Auditoria, e posteriormente comunicação ao mercado ( OCDE (2004), CMVM (2013))

## **2.6. Dívida como Mecanismo de Governo**

A dívida é outro mecanismo de governo da sociedade utilizado para reduzir o conflito de agência entre os acionistas maioritários e minoritários (Jensen e Meckling (1976)). Quando uma empresa aumenta a sua dívida, os gestores tendem a ser mais cautelosos e prudentes com o uso do dinheiro porque este servirá para pagar os juros da dívida e se for eficientemente utilizado possibilitará *cash flow* para novas aplicações e negócios. A dívida gera monitorização externa e muda o acompanhamento de gestão dos acionistas aos credores (Jensen (1986), Jensen e Meckling (1976)). Os acionistas devem agir para tomar medidas benéficas para empresa e que contribuam para um melhor desempenho. Desempenho que poderá gerar melhores resultados, criação de valor e *cash flow* para investir. A política de investimento poderá também ser utilizada como mecanismo de CG para reduzir conflitos de interesses, ao gerar valor e o mercado responder positivamente com expectativas positivas (Denis e Kruse (2000)).

Um estudo de Claessens e Yurtoglu (2013) manifesta que um melhor CG beneficia as empresas através de maior acesso ao financiamento, menor custo de capital, melhor desempenho e tratamento mais favorável de todas as partes interessadas. Uma pesquisa similar que estudou a relação entre CG e o custo da dívida foi conduzida por Schauten e Blom (2006) onde foi demonstrada a relação entre o custo da dívida e a qualidade da CG. Segundo estes autores, o risco percebido pelos investidores é menor quanto maior for o cumprimento das regras de CG, resultando em menor custo do financiamento da dívida. Pittman e Fortin (2004) desenvolveram um estudo onde mostram evidências de que ao escolher uma empresa de auditoria de entre as denominadas Big Four (PwC, Deloitte, EY, KPMG), as empresas aumentavam a credibilidade das demonstrações financeiras, conseguindo desse modo reduzir o custo do financiamento da dívida.

Assim, se a qualidade de CG tem impacto negativo no custo da dívida, e se se verifica uma grande diferença no custo da dívida entre empresas com melhores e piores práticas de CG, podemos concluir que as empresas deveriam tentar melhorar suas políticas e práticas, ou seja, cumprir com as recomendações emitidas pela Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários, como forma de obter benefícios financeiros economicamente significativos, reduzindo seus custos do financiamento da dívida.

## **2.7. Códigos de Bom Governo**

Os escândalos financeiros a nível mundial indicavam sinais de vulnerabilidade das estruturas de CG, o que fez abalar a credibilidade da informação financeira das empresas cotadas, a descrença nos auditores e na administração, assim como uma percepção negativa do poder excessivo dos *chief executive officer* (CEO) (Câmara (2002), Silva *et al.* (2006)).

O *London Stock Exchange*, o *Financial Reporting Council* e o sector dos profissionais de contabilidade do Reino Unido constituíram uma comissão liderada pelo Sir Adrian Cadbury e focaram-se no objetivo de retomar a confiança dos investidores, do qual surgiu o primeiro código de bom governo, o Relatório de *Cadbury*, em 1992, conhecido pelo Relatório da Comissão para os Aspectos Financeiros do *Corporate Governance*.

O Relatório de *Cadbury* incluía um Código de Boas Práticas (*Code of Best Practice*) às empresas cotadas na bolsa londrina com enfoque nas questões pertinentes de governo

societário sobre a estrutura da administração e suas comissões, com um mínimo de três administradores não-executivos (independentes), sobre a separação dos cargos de *chairman* (presidente do conselho de administração) e *chief executive officer* (presidente da comissão executiva) para que existisse responsabilização, sobre a remuneração dos administradores e sobre o papel dos auditores externos na fiabilidade da informação financeira (Câmara (2002), Silva *et al.*(2006)).

O primeiro passo na génese do CG foi dado por Cadbury mas a proliferação destes relatórios deu-se por outros países da Europa. Na maioria dos países os códigos de governo foram elaborados por entidades governamentais e especialistas, mas destacam-se três países em que as recomendações foram uma iniciativa das entidades nacionais supervisoras do mercado de valores mobiliários (Alves e Mendes (2004)). No primeiro grupo destacam-se o relatório Vienot I (1995), Vienot II (1999) e Bouton (2002) compilados em 2003 num único relatório pela França; o Código Cromme (2002 e 2003) editado pela Alemanha; os relatórios da Bélgica, Cardon (1998) e Lippens (2004); o Código Preda (1999 e 2002) de Itália; na Holanda os códigos Pemers (1997) e Tabaksblat (2003) e em Espanha os relatórios Olivencia (1998) e Aldama (2003). Portugal, Grécia e Bélgica encontram-se no segundo grupo de edição, sendo de destacar a CMVM no caso português que publicou o Código de Governo das Sociedades Cotadas, datado de 1999, com 17 recomendações sobre regras de conduta da governação da sociedade (Silva *et al.*(2006)).

O Relatório de *Cadbury* inspirou outros, sendo que no conjunto dos Estados-Membros da União Europeia foram publicados oitenta relatórios de boa conduta governativa (Silva *et al.* (2006)), mas alguns foram mais do que uma sucessão, contemplando uma revisão de conteúdos. O Código *Greenbury* de boas práticas sobre a remuneração dos administradores foi publicado em 1995, seguido do relatório *Hampel* que assenta na apreciação e sugestão de desenvolvimentos aos dois relatórios anteriores e que foge um pouco da estrutura dos códigos de conduta pois o seu enfoque é a criação da riqueza, em detrimento da prevenção de abusos, foi publicado em 1998 (Câmara (2002)). Todos estes contributos tornavam-se complementares e necessários coexistirem num relatório único, por isso o Comité *Hampel* produziu o Relatório Combinado (*Combined Code*) para cumprir dois objetivos fundamentais: “*de um lado, sistematizou o legado dos três relatórios anteriores; de outro lado, integrou, de modo mais harmonioso, os códigos de*



*governo com as regras de admissão bolsista, em ordem a assegurar-lhes eficácia”* como menciona Câmara (2002, pp.71).

As reações a situações de crise levaram a intervenções a nível nacional mas o âmbito ampliou-se para organismos internacionais. Em resposta à crise asiática de 1997, a OCDE redigiu em 1999 os Princípios de Governo da Sociedade, com revisão em 2004; no rescaldo da Enron e da Worldcom o abalo no mercado de capitais norte-americano foi significativo e daí nasce a Lei *Sarbanes-Oxley* e o respetivo desenvolvimento regulamentar por parte da SEC, a 30 de julho de 2002. No mesmo ano a União Europeia dinamizou o grupo de peritos e apresentou as recomendações para a modernização do direito europeu das sociedades com resultado publicado no Relatório *Winter II*. As duas questões-chave desenvolvidas neste relatório foram o tipo de estrutura para as sociedades abertas e a elaboração de um código europeu de governos das sociedades (Silva *et al.* (2006)).

Os Princípios da OCDE, apesar de não serem obrigatórios, foram adotados como referência para a elaboração de vários códigos de bom governo da maioria dos países europeus, bem como para outras entidades internacionais e sector privado, nomeadamente o Banco Mundial e o *Financial Stability Forum*<sup>8</sup> (Câmara (2002); Silva *et al.* (2006)). Os princípios essenciais contemplados neste relatório são: (i) a equidade do trato com os acionistas; (ii) os direitos fundamentais dos acionistas e as funções no exercício dos direitos; (iii) o papel dos diversos sujeitos com interesses relevantes no Governo das Sociedades, nomeadamente, investidores (nacionais, estrangeiros e institucionais), trabalhadores, credores e fornecedores; (iv) transparência na informação e dever de divulgar; (v) responsabilidades dos administradores (Câmara (2002)). Em 2004 procedeu-se à revisão da publicação de 1999 assente na ideia de que “*não existe um modelo único de bom governo das sociedades*”, mas existem “*elementos comuns subjacentes a um bom governo das sociedades. Os Princípios baseiam-se nestes elementos comuns e são*

---

<sup>8</sup> “O *Financial Stability Forum* foi convocado em 1999 com o objetivo de promover a estabilidade financeira internacional através de troca de informações e da cooperação internacional no domínio da supervisão financeira. O Forum promove regularmente o encontro de autoridades nacionais responsáveis pela estabilidade financeira, visando a respetiva coordenação no sentido de promover a estabilidade financeira internacional, o aperfeiçoamento do funcionamento dos mercados e a redução do risco sistémico” (Silva *et al.*, 2006)

*formulados de maneira a abranger os diferentes modelos já existentes”* (OCDE (2004), pp.13).

Em Portugal, a iniciativa de criar um código de bom governo não foi levado avante por nenhuma entidade privada, no entanto a CMVM integrou no seu normativo um conjunto de recomendações para as sociedades cotadas (sociedades de capital aberto). A sucessiva publicação de Recomendações e Regulamentos revistos, sobre Governo da Sociedade, pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, desde 1999, “*conhece uma nova arrumação sistemática e passa a ser designado por ‘Código do Governo das Sociedades da CMVM’*” (CMVM (2005), pp.4), o que permitiu garantir uma efetiva regulação sobre Governo das Sociedades em Portugal. Adicionalmente, Portugal dispõe do Código das Sociedades Comerciais (CSC) onde existem regras e princípios que as sociedades devem cumprir no exercício das suas funções de direção e controlo para que ajam segundo bons princípios.

O intuito da criação destas recomendações por parte da CMVM foi garantir maior transparência, mediante conhecimento facultado ao mercado das estruturas, minorar assimetria de informação e assegurar boas práticas e políticas de governação que promovessem a confiança dos investidores; facilitar os mecanismos de controlo - do mercado em relação à sociedade e dos acionistas em relação à gestão; aconselhar as melhores formas de organização e funcionamento dos órgãos de administração na tomada de decisões para que os interesses dos investidores estejam garantidos na sua maioria, reforçando a segurança e a confiança dos mercados (Alves e Mendes (2001); Câmara (2002)).

As Recomendações da CMVM foram emitidas por transposição dos princípios de *Corporate Governance* da OCDE, adotados pelo conselho de ministros em 1999 e posteriormente revistos em 2004 (Silva *et al.* (2006)).

Apesar de as recomendações não serem obrigatórias existe a declaração de cumprimento, em que se impõe às sociedades cotadas a divulgação de execução das obrigações (*comply*) e no caso de incumprimento obriga a expor o fundamento do não acolhimento das recomendações por si não observadas (*explain*) (CMVM (2007), Silva *et al.* (2006)). Numa fase posterior será o mercado o juiz das decisões que a sociedade tomar e das consequências a incorrer pelo não cumprimento (Alves e Mendes (2009)).

Em 2006, um marco importante no desenvolvimento do bom governo em Portugal foi a publicação do Livro Branco sobre *Corporate Governance* pelo Instituto Português de *Corporate Governance* com “*intuito de produzirem um conjunto de reflexões sobre a situação atual e a evolução recente das práticas de governo das principais empresas portuguesas.*” (Silva *et al.* (2006), pp.9). Nesse mesmo ano ocorreu a revisão do Código das Sociedades Comerciais por grande influência do Livro Branco, contemplando a criação de novos modelos de governo societário (Alves e Mendes (2009). Dentro do ciclo de complementaridade e melhorias regulamentares, em 2007 ocorreu uma ampla revisão das recomendações de forma a existir uma uniformização com o CSC revisto.

Portugal não dispõe de um Código de Bom Governo que contemple a generalidade dos mecanismos de governo mas a CMVM criou um conjunto de recomendações de boas práticas. De uma forma sintética, os principais pontos abordados nos códigos de governo do espaço europeu são: i) definição da estrutura, responsabilidade e missão dos órgãos de administração; ii) separação das funções de supervisão e administração da empresa, entregue a órgãos diferentes; iii) requisitos ao nível da independência e das incompatibilidades pessoais, assim como a forma que os administradores não executivos atuam; iv) separação das funções de presidente do CA e da CE (*chairman* e CEO); v) criação de comissões do órgão de administração; vi) garantir defesa dos direitos dos acionistas e *stakeholders* e da satisfação dos seus interesses; vii) votação e controlo da sociedade pelos acionistas ; viii) divulgação de transações e gestão de conflitos de interesses entre partes relacionadas; ix) a competência e a forma para definir as remunerações dos acionistas; x) divulgação fiável da informação financeira e das práticas de governo adotadas.

### 3. Contexto do estudo

A evolução dos últimos anos da vida da Portugal Telecom e a separação de negócios, poderá induzir alguma confusão identitária, de modo que, não obstante o estágio analisado, será mantida ao longo deste estudo a designação de PT.

A sua evolução está intimamente relacionada com o desenvolvimento das telecomunicações em Portugal. Inicialmente confinada às regiões de Lisboa e Porto, a empresa de serviço telefónico seria nacionalizada no fim da década de 60 e em 1994 a Portugal Telecom, S.A. (PT) constitui-se como operador único nacional de telecomunicações.

A 1 de junho de 1995, é concretizada a 1ª fase de privatização da empresa, que resulta na passagem para o setor privado de 27,26% do seu capital social. Em setembro a holding estatal Comunicações Nacionais é dissolvida, sendo transferidas para o Estado as ações que detinha da PT. Foi uma colocação em bolsa inovadora porque a PT conseguiu desde logo entrar na bolsa de Lisboa e de Nova Iorque e com a aplicação do modelo de *bookbuilding*<sup>9</sup>. Concretizou-se a um preço por ação de 2.800 escudos (13,97€). Foi uma OPV com ações reservadas para o público em geral, para os trabalhadores, para os detentores de títulos da Marconi e para institucionais (Machado e Martins (2015)).

Em junho de 1996 realiza-se a 2ª fase de privatização envolvendo 21,74% do capital, com o qual a empresa ficou privatizada em 49%.

Em 1997 é aprovada uma nova Lei de Delimitação dos Setores que permite ao Estado deter menos de 51% do capital da Empresa. Na sequência desta Lei concretiza-se, em outubro, a 3ª fase de privatização com a alienação de aproximadamente 26% das ações, elevando para cerca de 75% o capital social em mãos privadas.

Em 1999 conclui-se a 4ª fase da privatização. Na operação, o Estado aliena cerca de 13,5% do capital, equivalente a 25,65 milhões de ações. Em dezembro de 2000 termina a

---

<sup>9</sup> *Bookbuilding*, é o processo pelo qual o subscritor de uma OPV (Oferta Pública de Venda) define o preço em função da procura dos investidores e o preço máximo que estão dispostos a pagar.

5ª e última fase de privatização, ficando o capital da PT praticamente na mão de privados, mas o Estado detinha 500 ações com direitos preferenciais, as chamadas *golden shares*<sup>10</sup>.

O grupo empresarial que em tempos era um só e todos o conheciam como Portugal Telecom, SGPS, SA “dividiu-se” na PT Portugal SGPS, SA (PT Portugal) - empresa com negócios de telecomunicações e tecnologias portuguesas - e na PT SGPS, SA (PT ou PT SGPS) uma holding financeira com participação financeira no capital da Oi e um investimento de risco da Rioforte, avaliado em 897 milhões de euros.

Desde 29 de Maio de 2015 a PT SGPS é denominada por PHAROL, SGPS, S.A. (Pharol) e tem como objeto social a gestão de participações sociais. Hoje, em mercado bolsista português apenas existe a sociedade gestora de participações, denominada PHAROL SGPS, SA (Pharol), antiga PT SGPS, cotada desde 1995.

A PT Portugal, em 2 de junho de 2015, passou a ser uma subsidiária integral da Altice Group, uma multinacional líder no fornecimento de serviços de telecomunicações.

Ao nível do mercado de capitais, a Pharol é uma das empresas transacionadas na Euronext Lisboa, e esteve também cotada na bolsa de Nova Iorque (NYSE) até 2015. A PT Portugal SGPS, S.A. não está cotada, pois o seu único acionista é a Altice Group.

---

<sup>10</sup> *Golden share* é um privilégio estatal que permite uma participação minoritária do Estado numa empresa mas com poderes especiais nas tomadas de decisão e de voto. Em Portugal este conceito surgiu quando em 1990 foi aprovada a Lei-Quadro das Privatizações, na Lei n.º 11/90, de 5 de Abril, entretanto revogado pela Lei n.º 50/2011, de 13 de setembro, no período de austeridade da economia portuguesa, em que houve compromisso com a Troika de pôr fim a todos os poderes especiais do Estado.

#### **4. Metodologia de estudo**

Este estudo pretende analisar os momentos críticos da vida da PT, nomeadamente, os períodos bolsistas em que houve perdas de riqueza significativas, e avaliar de que forma as práticas de Governo de Sociedade levadas a cabo conduziram ao declínio de uma empresa nacional de grande nome.

Vai ser utilizado como método de investigação empírica o estudo de caso, combinado com a metodologia de estudo de eventos, para apurar os períodos em que os retornos anormais foram negativos.

O estudo de caso é uma abordagem metodológica de investigação especialmente adequada para a compreensão, exploração ou descrição de acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão simultaneamente envolvidos diversos fatores. É um processo específico para o desenvolvimento de uma investigação qualitativa, caracterizado pelo seu cunho descritivo, que conduz a um profundo alcance analítico.

Existem diversas formas de estudar as ciências sociais e Yin (1994) releva que a escolha mais adequada, em função do propósito do estudo, depende de três condições: o tipo de questão que se coloca, a extensão do controlo que o investigador tem sobre os eventos comportamentais reais e a relevância a factos contemporâneos, em oposição a eventos históricos. Estrategicamente o estudo de caso é a metodologia mais apropriada quando pretendemos dar resposta a questões do tipo “como?” e “porquê”, quando estamos a estudar fenómenos contemporâneos cuja complexidade é grande, e estão em constante mutação, e por isso o investigador tem pouco controlo sobre os eventos e as variáveis relevantes para estudo (Yin (1994)). O objetivo desta metodologia é explorar, descrever e explicar os factos apurados. Analisam-se os fenómenos e a interação dos fatores, numa dinâmica constante de acompanhamento do caso, ao pormenor e com uma profundidade analítica que permite um relato bastante descritivo.

A metodologia do estudo de caso é caracterizada por ser: (i) intensa pela sua amplitude e profundidade de análise, na medida em que a finalidade do estudo é de ampla compreensão e examinado em diversas ramificações de uma conjuntura, desde o passado histórico à sua atualidade; (ii) flexível metodologicamente porque o investigador utiliza qualquer técnica de investigação e qualquer sequência, desde que as considere adequadas para uma maior compreensão do caso, a fim de alcançar a máxima amplitude e

profundidade; (iii) a utilização, nos estudos de casos, de todo um conjunto de processos de recolha de informação, produz um conjunto de dados extraordinariamente variados e rico (Greenwood (1965)).

O desempenho de uma empresa é influenciado pelas práticas de *Corporate Governance* e o efeito dessas decisões têm um impacto diferenciado nos retornos (Alves e Mendes (2004)). Para perceber quando é que a PT ganhou ou perdeu dinheiro e posteriormente entender os factos que estão na causa destas oscilações, torna-se necessário verificar qual foi o comportamento do preço das ações, que retornos geraram.

Utilizando a metodologia de estudo de eventos, cujo intuito é verificar se um determinado evento tem impacto significativo no preço de uma ação, calcula-se o retorno anormal para comparar o retorno real observado e o retorno estimado, caso o evento não tivesse ocorrido (MacKinlay (1997)). O retorno anormal de um ativo é aquele que excede o retorno estimado, para um nível de risco assumido, e que permite verificar se a ocorrência de um evento gerou algum desvio no resultado esperado e por isso uma alteração no valor da empresa. Os retornos anormais são importantes para determinar o desempenho ajustado ao risco do título, quando comparado com o mercado em geral ou um índice de referência. Neste estudo são comparadas as ações da PT com o mercado português, o PSI20.

Durante vinte e dois anos de vida bolsista da PT ocorreram vários momentos marcantes que levaram à sua ascensão e ao colapso. Identificaram-se alguns desses acontecimentos críticos para a amostra do estudo, com base na história da empresa, no destaque e na importância que tiveram para a sociedade. São períodos mediáticos que acabam por se refletir em perda de valor da empresa.

O retorno negativo de um dia poderá ser compensado por ganhos nos dias seguintes, ou não ser suficiente e estar a acumular perda. Para apurar esses efeitos e como auxílio da seleção da amostra, será utilizada a variável dos retornos anormais acumulados (RAA), que resulta da agregação das rentabilidades anormais diárias, verificadas nos cinco e dez dias antes da data do evento. Os períodos bolsistas da PT que contemplem RAA negativos, durante 25 ou mais dias consecutivos, são parte da amostra do estudo.

Identificados os períodos relevantes para o estudo, será recolhida informação oficial e da comunicação social sobre factos e explicações para o que estava a decorrer em cada

período crítico. As fontes de informação oficial consultadas contemplam os relatórios e contas da PT, os relatórios de governo da sociedade da PT, informações relevantes e comunicados oficiais da empresa ao mercado, o sistema de difusão de informação da CMVM, o sítio na internet da PT, alguns documentos regulamentares e legais. Complementar a estes dados oficiais serão analisadas as informações da comunicação social à data dos eventos. Posteriormente será feita uma interpretação dos factos, à luz dos conceitos e da revisão da literatura sobre *Corporate Governance*.

#### 4.1. Cálculo dos Retornos Anormais

O retorno anormal é o desvio entre o retorno real observado e o retorno estimado.

*Equação 4.1: Retorno Anormal*

$$RA_{i,t} = r_{i,t} - E(r_{i,t}) \quad (4.1)$$

Onde:

$RA_{i,t}$  : retorno anormal do ativo  $i$  no período  $t$

$r_{i,t}$  : retorno (atual ou efetivo) do ativo  $i$  no período  $t$

$E(r_{i,t})$  : retorno esperado do ativo  $i$  no período  $t$

O cálculo do retorno efetivo das ações pode ser efetuado pelo método da capitalização discreta, quando a informação do mercado chega em instantes distintos.

*Equação 4.2: Taxa de Retorno da Ação (discreta)*

$$r_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (4.2)$$

Onde:

$r_{i,t}$  : taxa de retorno da ação  $i$  no período  $t$

$P_{i,t}$  : preço da ação  $i$  na data  $t$

$P_{i,t-1}$  : preço da ação  $i$  na data  $t-1$



Ou pelo método da capitalização contínua, pressupondo que as ações reagem continuamente às informações de mercado, que chegam a todo o momento.

*Equação 4.3: Taxa de Retorno da Ação (contínua)*

$$r_{i,t} = \ln \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \quad (4.3)$$

O retorno esperado pode ser estimado através de dois tipos de modelos: económicos e estatísticos.

Os modelos estatísticos focam-se no comportamento dos retornos dos ativos, fundamentados em premissas estatísticas e sem relevância aos argumentos económicos. Pode calcular-se o retorno ajustado à média (que consiste no retorno anormal de uma ação, no período em análise); o retorno ajustado ao mercado (é o diferencial entre o retorno da ação e o retorno do *portfolio* de mercado); retorno ajustado ao risco e ao mercado (modelo de índice único – Modelo de Mercado). O Modelo de Mercado estabelece uma relação linear entre o retorno observado e um *portfólio* de mercado, pelo método OLS (*ordinary least squares* ou mínimos quadrados ordinários) e permite calcular o retorno normal de uma ação, caso um determinado evento não ocorresse.

*Equação 4.4: Modelo de Mercado*

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (4.4)$$

Onde:

$R_{it}$  : retorno do ativo  $i$  no período  $t$

$\alpha_i$  e  $\beta_i$  : parâmetros do modelo de mercado

$R_{mt}$  : retorno da carteira de mercado no período  $t$

$\varepsilon_{it}$  : termo de erro para o ativo  $i$  (resíduo)

Os modelos económicos têm por base premissas económicas e levam em consideração o comportamento dos investidores. Segundo MacKinlay (1997) a precisão no cálculo dos retornos anormais é maior, dado que apresentam restrições adicionais quando comparados com os modelos estatísticos. Os dois modelos económico-financeiros mais utilizados são o modelo de avaliação de ativos financeiros (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*) e a versão multifatorial APT (*Arbitrage Pricing Theory*).

O CAPM é um modelo de equilíbrio geral do mercado, que relaciona a rentabilidade esperada de um ativo ou *portfolio* com o risco sistemático de mercado, representado pelo coeficiente *beta*.

Equação 4.5: Modelo CAPM

$$E(r_{i,t}) = r_f + \beta (E(r_m) - r_f) \quad (4.5)$$

Onde:

$E(r_{i,t})$  : retorno esperado do ativo *i* no período *t*

$r_f$  : taxa de rentabilidade de um ativo isento de risco

$\beta$  : risco sistemático do ativo *i* em relação ao mercado

$E(r_m)$ : retorno esperado da carteira de mercado

$(E(r_m) - r_f)$  : prémio de risco de mercado

Neste modelo apenas o fator mercado tem influência nas diferenças de retornos dos ativos mas nem sempre o mercado está em equilíbrio por isso, Fama e French (1993, 1996) propuseram uma extensão do modelo CAPM e criaram o Modelo de Três Fatores para que sejam incorporados outros fatores de risco sistemático no cálculo dos retornos das ações. Para além do fator mercado, medido pelo prémio de risco de mercado ou excesso de retorno em relação ao mercado, passa a ser considerado o fator tamanho e o fator valor.

O fator tamanho, *SMB (Small minus Big)*<sup>11</sup> mede o efeito dimensão através da diferença entre o retorno de um *portfolio* constituído por ações de pequenas empresas e outro por ações de grandes empresas. O fator valor/índice, *HML (high minus low)*<sup>12</sup> mede a diferença do retorno de um *portfolio* cujas ações têm um elevado *book-to-market* (relação

---

<sup>11</sup> Segundo descrição dos fatores de referência de F&F no site (French, 2016):  
[http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data\\_Library/f-f\\_bench\\_factor.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/f-f_bench_factor.html)

*SMB (Small Minus Big)* is the average return on three small portfolios minus the average return on three big portfolios,  

$$SMB = 1/3 (Small\ Value + Small\ Neutral + Small\ Growth) - 1/3 (Big\ Value + Big\ Neutral + Big\ Growth)$$

*HML (High Minus Low)* is the average return on two value portfolios minus the average return on two growth portfolios,  

$$HML = 1/2 (Small\ Value + Big\ Value) - 1/2 (Small\ Growth + Big\ Growth)$$

do valor contabilístico da empresa, “*book value*” e o seu valor de mercado “*market value*”) ou de um que tem um rácio baixo e por isso traduzem uma alta ou baixa capitalização bolsista.

O Modelo dos Três Fatores é estimado por uma regressão linear múltipla descrita pela seguinte fórmula:

*Equação 4.6: Modelo dos Três Fatores (F&F)*

$$R_{i,t} = R_f + \beta_{1i} (R_m - R_f) + \beta_{2i} (SMB) + \beta_{3i} (HML) \quad (4.6)$$

Onde:

$R_{i,t}$  : retorno esperado do ativo  $i$  no período  $t$

$R_f$  : taxa de rentabilidade de um ativo isento de risco

$\beta_{1i}$  : risco sistemático do ativo  $i$  em relação ao mercado (beta 1 do ativo  $i$ )

$R_m$  : retorno esperado da carteira de mercado

$(R_m - R_f)$  : prémio de risco de mercado

SMB : “fator tamanho”

$\beta_{2i}$  : risco sistemático do ativo  $i$  em relação ao fator tamanho (beta 2 do ativo  $i$ )

HML : “fator valor”, B/M

$\beta_{3i}$  : risco sistemático do ativo  $i$  em relação ao fator valor (beta 3 do ativo  $i$ )

### **Parâmetros para medição do retorno anormal**

O estudo de eventos contempla uma série de procedimentos que devem ser seguidos, etapa a etapa: 1) definição de evento; 2) seleção da amostra; 3) medição do retorno anormal; 4) procedimento de estimação; 5) procedimento de teste; 6) resultados empíricos e finalmente 7) interpretação e conclusões (MacKinlay (1997)). Para o cálculo dos retornos anormais é necessário definir três parâmetros relevantes: a) a data do evento; b) a janela de estimação; c) a janela do evento.

Nesta investigação, a data do evento é cada dia de cotação bolsista da PT e o que se pretende obter são os retornos anormais subsequentes a esse dia de negociação, desde a

entrada da Portugal Telecom (hoje Pharol) em bolsa. A janela de estimação é o período que antecede a data do evento, relevante para o cálculo do coeficiente beta. Seguindo os princípios de MacKinlay (1997, pp.15), “(...), *in an event study using daily data and the market model, the market model parameters could be estimated over the 120 days prior to the event. Generally the event period itself is not included in the estimation period to prevent the event from influencing the normal performance model parameter estimates. With the parameter estimates for the normal performance model, the abnormal returns can be calculated*”, a janela de estimação deste estudo tem uma amplitude de 120 dias, com exclusão do dia do evento, para prevenir que haja influência nos parâmetros estimados. A janela do evento é o período no qual se avaliam os retornos anormais (equação (4.1)), ou seja, mede-se a diferença do retorno efetivo e do retorno esperado (normal).

Em cada dia de negociação foi calculado o retorno efetivo da ação da PT, pelo método da capitalização contínua, descrito na equação (4.3), e estimado o retorno normal, através do modelo de avaliação de ativos financeiros, o CAPM, que consta na equação (4.5). A taxa de rentabilidade isenta de risco ( $r_f$ ) utilizada foi a do Modelo dos três fatores de Fama e French (4.6), que corresponde à taxa de juro das obrigações de tesouro da *Ibbotson Associates*. O parâmetro beta foi calculado tendo por base os retornos diários da ação e do mercado, nos 120 dias que antecedem o dia do evento. O prémio de risco de mercado considera o diferencial entre a rentabilidade diária do índice PSI-20 e a taxa de juro isenta de risco, supra referida.

Após calculados os valores de cada dia de negociação e para que se consiga ter uma perspetiva mais global dos efeitos de um evento, medem-se os retornos anormais acumulados a 5 e a 10 dias. Contemplam o somatório dos retornos anormais dos 5 e 10 dias anteriores ao dia do evento, incluindo o próprio dia. O retorno anormal acumulado (RAA), designado por *CAR – Cumulative Abnormal Return* em inglês obtém-se:

*Equação 4.7: Retorno Anormal Acumulado*

$$RAA_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} RA_{it} \quad (4.7)$$

Onde:

$RAA_i$  : retorno anormal acumulado do ativo  $i$

$RA_{i_t}$  : retorno anormal do ativo  $i$  no período  $t$

$t_1$  : primeiro dia da janela do evento

$t_2$  : último dia da janela do evento

Neste estudo o  $t_2$  é o dia em que está a ser avaliado o retorno anormal dos títulos da PT e o  $t_1$  é o quinto ou décimo dia que antecede o  $t_2$ , caso esteja a ser calculada a rentabilidade anormal acumulada a 5 ou a 10 dias, respetivamente. Se  $t_2 = 0$  então  $t_1 = -4$  ou  $t_1 = -9$  para RAA (5) e RAA (10).

#### 4.2. Base de Dados

A base de dados é constituída pelas cotações bolsistas da PT desde a sua entrada em mercado aberto na Bolsa de Valores de Lisboa, a 2 de Junho de 1995, até 2 de Junho de 2017 (data limite definida para o estudo, considerando 22 anos de história bolsista) e pelos valores do índice de mercado português PSI-20. Estes dados foram obtidos na base de dados *Datastream*. Adicionalmente foram recolhidos dados da taxa isenta de risco, para avaliação do fator risco de mercado, do Modelo de três fatores de Fama e French, na base de dados French, do período junho de 2016, no mercado europeu (French (2016)).

O PSI-20 (Portuguese Stock Index na Euronext Lisboa) é o índice de referência do mercado de ações portuguesas, composto pelos 20 títulos mais representativos da Bolsa de Lisboa, com o intuito de servir como referência da evolução do mercado e suporte à negociação de instrumentos derivados, produtos estruturados, nomeadamente contratos de futuros e opções.

O PSI 20 vai ser utilizado como *proxy* do retorno de mercado. A taxa de juro isenta de risco utilizada no estudo é a de F&F do *benchmark factor excess market return* ( $R_m -$

Rf)<sup>13</sup>, a taxa de juro das obrigações de tesouro da *Ibbotson Associates*<sup>14</sup> a um mês (Fama e French, 1993).

---

<sup>13</sup> Definição do prémio de risco de Mercado segundo F&F, contemplada na obra (Fama e French, 1993) e no site [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data\\_Library/f-f\\_bench\\_factor.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/f-f_bench_factor.html) na descrição dos fatores de referência: “*Rm-Rf, the excess return on the market, is the value-weighted return on all NYSE, AMEX, and NASDAQ stocks (from CRSP) minus the one-month Treasury bill rate (from Ibbotson Associates).*”

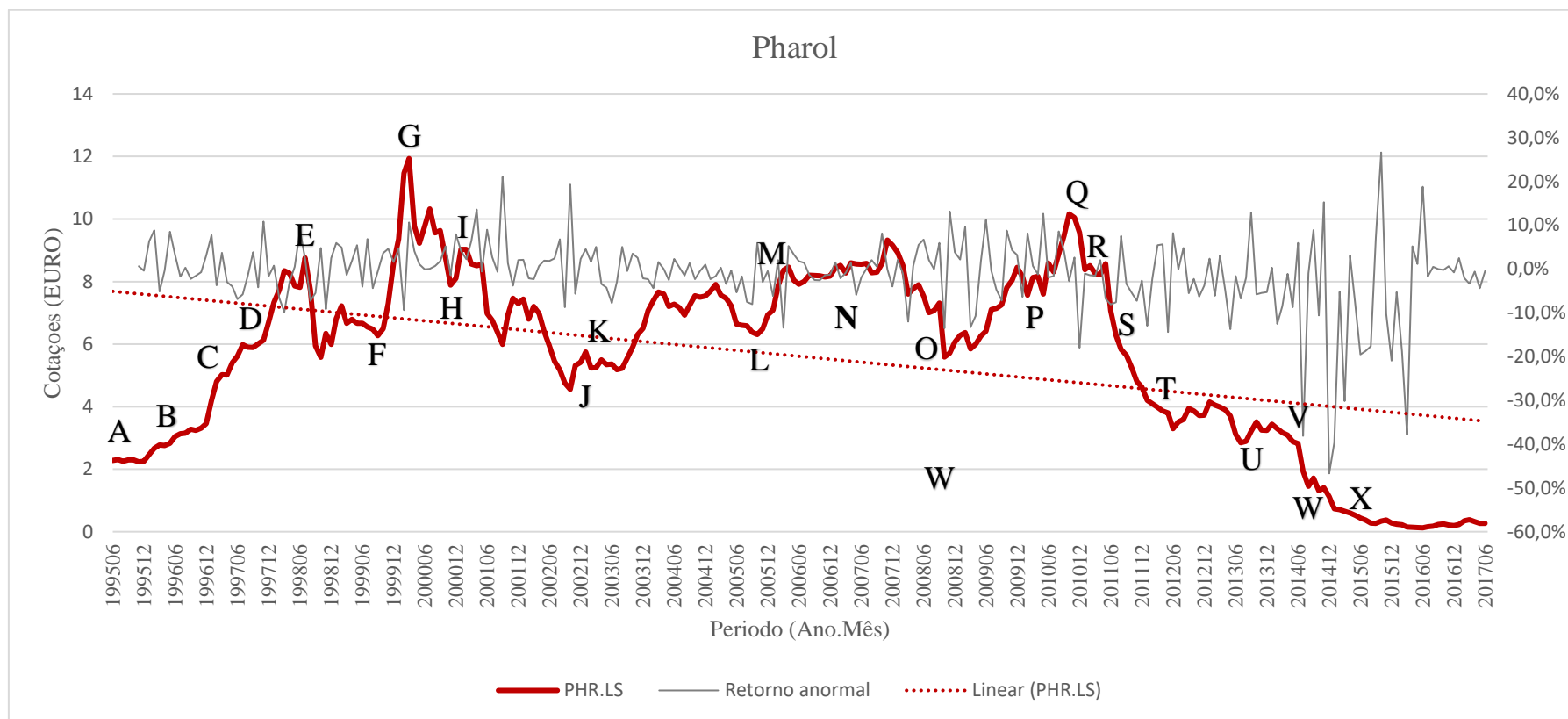
<sup>14</sup> Ibbotson Associates - Company Overview from Bloomberg (consultado 16 agosto 2016): <http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=4560542>  
“*Ibbotson Associates, Inc. offers asset allocation research and services to mutual fund firms, banks, broker-dealers, insurance companies, asset managers, and retirement plan providers in the United States and internationally. The company’s products and services include investment consulting services, such as risk tolerance questionnaires, asset class models, fund selection and classification, fund-specific portfolios, and capital market assumptions; and fund-of-funds services, including asset allocation, momentum strategies, active and passive strategies, and custom strategies, as well as income, tax-efficient, alternative, target maturity, and risk-based portfolios. Its products and services also comprise plan sponsor consulting services, such as fund selection, lineup management, fiduciary oversight, investment policy statement, watch list, and ongoing due diligence; and retirement services, including managed account solutions, investment advice, custom target maturity services, pre-and post-retirement solutions, asset allocation education, web-based platforms, and retirement readiness trackers. The company was founded in 1977 and is based in Chicago, Illinois. As of March 1, 2006, Ibbotson Associates, Inc. operates as a subsidiary of Morningstar Inc.*”

## **5. Análise dos Resultados**

A Portugal Telecom entrou em bolsa a valer cerca de 2,33 euros, atingiu o seu pico máximo de 13,65 euros em março do ano 2000, o seu valor mínimo em maio de 2016 de 12,2 cêntimos de euro e 22 anos depois da sua entrada (2 de junho 2017) as ações valem 26,7 cêntimos de euro.

Numa visão retrospectiva do comportamento bolsista da PT (atualmente Pharol) o gráfico 1 mostra a evolução da sua cotação desde junho de 1995 a 2 de junho de 2017, com os dados agrupados por semestre.

Como complemento do gráfico é apresentada uma tabela cronológica com os acontecimentos relevantes da PT. Estes foram identificados por letras e referenciados no gráfico, para uma melhor perceção do impacto deste momento no valor das ações.



**Gráfico 1:** Evolução da cotação bolsista de junho 1995 a junho 2017 (dados agrupados por semestre)

(Fonte própria com dados do Datastream)



<b>Data</b>	<b>Gráfico</b>	<b>Acontecimento</b>
1995-06	A	1ª fase de privatização da PT
1996-06	B	2ª fase de privatização da PT
1997-04	C	PT celebra acordo de colaboração com a Telefónica
1997-10	D	3ª fase de privatização da PT
1998-07	E	Compra da Telesp Participações
1999-07	F	4ª fase de privatização da PT
1999-07	F	Criação da PT Multimédia
2000-04	G	Parceria entre a PT, BES e CGD
2000-12	H	5ª fase de privatização da PT. Estado fica apenas com 500 ações golden share
2001-01	I	Acordo estratégico entre PT e Telefónica para criar uma nova empresa móvel no Brasil
2002-10	J	Constituição da <i>joint-venture</i> com a Telefónica no Brasil
2003-04	K	Lançamento da marca Vivo
2005-12	L	Anúncio de fusão de todas as operadoras no Brasil pela PT e Telefónica
2006-02	M	Sonae lança OPA sobre a PT
2007-03	N	OPA da Sonae termina
2008-07	O	Redução do capital social e programa de <i>share buyback</i>
2010-05	P	Telefónica faz oferta para comprar participação da PT na Vivo por 5,7 mil milhões
2010-06	P	Estado usa <i>golden share</i> na AG de aprovação da venda da Vivo
2010-07	P	PT vende a participação na Vivo à Telefónica, por 7,5 mil milhões; parceria com a Oi e entrada no seu capital

2010-12	Q	Transferência do fundo de pensões para o Estado
2011-03	R	Entrada na operadora brasileira Oi
2011-07	S	Fim da <i>golden share</i> do Estado na PT
2012-05	T	Oi compra 10% da PT
2013-10	U	PT e Oi anunciam fusão
2013-10	U	CGD sai do capital da PT
2014-05	V	Integração dos ativos da PT Portugal na Oi
2014-06	V	É comunicado ao mercado o investimento em dívida na Rioforte (GES) no valor de 900 milhões de euros
2014-07	V	PT e Oi anunciam novos termos da combinação de negócios
2014-11	W	Altice faz proposta à Oi para comprar PT Portugal
2014-11	W	Terra Peregrin, de Isabel dos Santos, lança OPA sobre a PT SGPS
2014-12	W	Administração da Oi aprova proposta da Altice para comprar a PT Portugal
2015-01	W	Divulgação das conclusões do relatório de auditoria da PwC
2015-01	W	AG da PT aprova venda da PT Portugal
2015-05	X	PT SGPS passa a designar-se Pharol
2015-06	X	PT Portugal passa a ser subsidiária da Altice Group
2016-06	Y	Pedido de Insolvência contra a Oi Brasil Holdings

**Tabela 1:** Acontecimentos relevantes da PT

Alguns dos acontecimentos que influenciaram os altos e baixos nas cotações da PT vão ser descritos a seguir, com intuito de procurar entender o que gerou as perdas de riqueza dos acionistas e que factos relevantes ocorreram. Não basta olhar para o comportamento da empresa *per si*, apurando a taxa de retorno esperada, mas importa avaliar o desempenho ajustado ao risco quando comparado com o mercado em geral ou um índice de referência. Daí a relevância de se calcular os retornos anormais. Os cálculos foram apurados diariamente, durante 5.737 dias, desde o dia 2 junho 1995 a 2 junho de 2017. Nos primeiros 120 dias não há cálculo do retorno anormal porque é o período de estimação, conforme definido no capítulo da metodologia de estudo.

Para uma perspetiva geral dos retornos anormais apurados durante os 22 anos na bolsa, apresenta-se na tabela seguinte as seguintes variáveis: cotação do último dia do ano da PT e do PSI20; taxa de retorno anual da PT e do PSI 20; taxa de juro anual isenta de risco ( $R_f$ ), segundo o Modelo dos três fatores de Fama e French; o valor médio anual do risco sistemático ( $\beta$ ) da PT em relação ao mercado (PSI20); o valor anual dos retornos esperados, apurados pelo modelo de estimação CAPM segundo a equação (4.5); valor anual dos retornos anormais acumulados, segundo a equação (4.1) e (4.7); valor médio anual dos retornos anormais.

ANO	Cotação PT Último dia	Cotação PSI20 Último dia	Tx.Retorno Anual PT	Tx.Retorno Anual PSI20	$R_f$	$\beta$	Retorno Esperado $E(R(i,t))$	Retorno Anormal Acumulado	Retorno Anormal
1995	2,263	3.896,24	-2,93%	-5,32%	5,60%	0,670	1,418%	0,26%	0,009%
1996	3,553	5.146,33	57,02%	32,08%	5,21%	0,992	26,454%	18,67%	0,071%
1997	6,864	8.803,50	93,21%	71,06%	5,26%	1,261	70,274%	-4,41%	-0,017%
1998	6,292	10.998,92	-8,34%	24,94%	4,86%	0,991	12,746%	-21,45%	-0,082%
1999	8,830	11.960,51	40,34%	8,74%	4,68%	1,179	9,179%	24,71%	0,095%
2000	7,980	10.404,09	-7,69%	-12,21%	5,89%	1,867	-35,641%	25,51%	0,098%
2001	7,312	7.831,49	-8,37%	-24,73%	3,83%	1,877	-66,431%	57,69%	0,221%
2002	5,473	5.824,70	-25,14%	-25,62%	1,65%	1,567	-47,489%	18,53%	0,071%
2003	6,668	6.747,41	21,83%	15,84%	1,02%	1,412	18,180%	1,57%	0,006%
2004	7,604	7.600,16	14,03%	12,64%	1,20%	1,341	19,788%	-6,65%	-0,025%
2005	7,145	8.618,67	-5,52%	13,33%	2,98%	1,594	21,058%	-27,29%	-0,105%
2006	8,223	11.197,60	15,22%	30,17%	4,80%	1,339	28,786%	-14,73%	-0,057%
2007	8,930	13.019,40	8,60%	16,27%	4,66%	0,515	9,279%	-1,03%	-0,004%
2008	6,070	6.341,34	-32,03%	-51,29%	1,60%	0,822	-52,234%	13,63%	0,052%
2009	8,520	8.463,85	40,36%	33,47%	0,10%	0,976	29,028%	4,88%	0,019%

2010	8,380	7.588,31	-1,64%	-10,34%	0,12%	0,987	-6,635%	4,98%	0,019%
2011	4,450	5.494,27	-46,71%	-28,69%	0,04%	0,810	-27,900%	-35,39%	-0,136%
2012	3,749	5.655,15	-16,52%	0,78%	0,06%	1,040	6,337%	-23,48%	-0,090%
2013	3,160	6.558,85	-15,71%	15,98%	0,02%	1,119	16,217%	-33,31%	-0,128%
2014	0,864	4.798,99	-72,66%	-26,83%	0,02%	1,119	-33,057%	-96,62%	-0,370%
2015	0,271	5.313,17	-68,63%	10,71%	0,02%	1,274	16,947%	-132,89%	-0,509%
2016	0,207	4.679,20	-23,62%	-11,93%	0,20%	0,777	-19,498%	-7,44%	-0,029%
02-jun-17	0,267	5.317,41	-43,91%	12,32%	0,05%	0,577	8,190%	17,26%	0,161%
1995-2017			-88,55%	29,21%		1,169	5,00%	-217,02%	-0,039%

**Tabela 2:** Resultados anuais do estudo de eventos

(Fonte própria construída com dados da Datastream)

A agregação das rentabilidades anormais diárias verificadas nos cinco e dez dias anteriores à data do evento permitem calcular os retornos anormais acumulados (RAA, equação (4.7)) a cinco (RAA5) e a 10 dias (RAA10).

Na tabela seguinte estão identificados os períodos da vida da PT com rentabilidades anormais acumuladas negativas superiores a 25 dias, ou seja, perdas consecutivas há mais de 25 dias. Para cada período é identificado o primeiro e último dia de retorno anormal acumulado negativo; de seguida são contabilizados o número de dias com retornos anormais acumulados negativos a cinco e a dez dias e as perdas totais durante este período.

Data inicial	Data final	Nº dias RAA 5 negativo	Nº dias RAA 10 negativo	Evento	Retorno Anormal Acumulado	Retorno Anormal Acumulado
22-04-1997	19-05-1997	18	18	Telefónica	-8,31%	-5,94%
27-05-1997	15-07-1997	22	33	Telefónica	-9,23%	-9,21%
22-07-1997	28-08-1997	28	28	Telefónica	-8,47%	-7,50%
18-08-2005	07-10-2005	37	38	Mensalão	-14,98%	-14,49%
21-02-2006	12-04-2006	12+9+9	37	OPA	-19,55%	-18,86%
07-11-2006	04-01-2007	13+6+6	43	OPA	-2,58%	-2,30%
01-02-2007	15-03-2007	8+5+6	31	OPA - AG	-4,03%	-4,15%
01-12-2010	14-01-2011	28	30	Fundo Pensões Estado	-19,89%	-16,43%
31-05-2011	28-07-2011	16+17	43	Pagamento dividendo	-27,71%	-27,89%
07-11-2012	14-12-2012	24	28	Redução Custos	9,10%	-7,21%
21-10-2013	26-11-2013	24	30	Oi	-16,65%	-13,93%

27-01-2014	12-03-2014	9+23+14	46	Meo	-23,97%	-18,75%
27-06-2014	27-08-2014	30 + 8	43	Rioforte	-48,24%	-42,05%
01-12-2014	21-01-2015	38	36	Altice	-80,91%	-62,62%
20-02-2015	20-04-2015	8+16	41	Audição + Perdas Oi	-32,28%	-31,48%
26-06-2015	28-08-2015	12+21	42	Pharol	-54,78%	-40,17%

**Tabela 3:** Resumo dos períodos com retornos anormais negativos

Na terceira coluna (Nº dias RAA 5 negativo) existe o somatório de dias porque, tendo em conta o critério de RAA a 10 dias com perdas há mais de 25 dias, verificam-se retornos anormais acumulados a cinco dias durante um certo número de dias mas no intermédio ocorrem uns ligeiros ganhos. Veja-se o caso do último evento, Pharol, em que se verificam 42 dias consecutivos de RAA10 negativos do dia 2 de julho ate ao dia 28 de agosto de 2015 mas o RAA5 é negativo de 26 de junho a 13 de julho, sucedido por um ganho de cerca de 1% e volta às perdas durante mais 21 dias.

Existem eventos na tabela que não foram alvo de análise de estudo porque, apesar de terem retornos anormais acumulados superiores a 25 dias, têm uma perda total pouco significativa. Os eventos mais mediáticos que vão ser descritos e analisados à luz do CG são: 1) a parceria estratégica da PT e Telefónica; 2) a saída da Vivo; 3) a OPA da Sonae; 4) o papel comercial do GES; 5) a entrada na Oi e a fusão; 6) a venda da PT Portugal á Altice.

### 5.1. A parceria estratégica da PT e Telefónica

As telecomunicações em Portugal sofreram diversas transformações, na década de 90, em resposta à competição internacional e aos processos de liberalização e regulamentação do setor, anunciados pela Comissão Europeia. Em 1994 foi criado um operador único de telecomunicações, a Portugal Telecom, e mais tarde começou a sua privatização. Em 1997, o Estado passa a deter menos de 51% da PT, pela Lei de Delimitação dos Setores, mas defende uma política de internacionalização, garantindo o apoio às empresas portuguesas. O caminho desenhado pela PT apontava para o crescimento, por via da fidelização dos clientes nacionais, da internacionalização e da criação de alianças estratégicas com os principais operadores mundiais. Já existiam cinco coligações no setor, *WorldPartners*, *Concert*, *Global One*, *Unisource*, e *CeW*<sup>15</sup>; a PT escolheu seguir a força britânica (uma vez que o seu passado trazia essas influências, por via da Marconi e TLP, antigas dependências britânicas) porque eram conhecedores e mais avançados na globalização do mercado, o que permitiria à PT crescer em Portugal e expandir-se na América Latina e África (Machado e Martins (2015)). A Telefónica, o rival ibérico, estava na mira da PT mas noutra aliança, contudo os incentivos entre as partes levaram Espanha a trocar de parceiros. Deixou a *Unisource* e alinhou junto a Portugal, na *Concert*.

Em meados de Abril de 1997 as perdas dos acionistas na bolsa faziam-se sentir, com retornos anormais acumulados negativos de 8,31%, durante 18 dias, precedidos de ligeiros ganhos de 1,36% e novamente 22 dias a perder riqueza, desvalorizando 9,23% face ao mercado (Tabela 3). Foram altos e baixos consecutivos após o mercado ter reagido às parcerias estratégicas.

As operadoras ibéricas, para além de desenvolverem uma estratégia comum de investimento e expansão no mercado internacional, acordaram troca de participações, em que a Telefónica adquire 3,5% da PT, na 3ª fase de privatização, e a PT compra 1% do capital espanhol (CE (1997)). Outro alicerce para a globalização da PT foi a Aliança

---

<sup>15</sup> WorldPartners, Concert, Global One, Unisource, and CeW – cinco alianças estratégicas do setor das telecomunicações. WorldPartners criado na Ásia pela KDD e a Singapore Telecom e mais tarde aliado por empresas da Coreia, Austrália e Canadá. Unisource foi o primeiro parceiro europeu da WorldPartners e contempla operadores do Norte da Europa, a KPN, a Telenia, e a Sonera, assim como a Swiss Telecom e a Telefónica. A Global One era uma aliança tripartida entre a Sprint, a France Telecom e a Deutsche Telekom. A Concert unia forças da MCI (empresa americana de telecomunicações) e da British Telecom. CeW – Cable e Wireless surge como um rival às alianças fundadas pela AT&T. (Sussan e Oh, 1996)

Atlântica entre a PT e a Telebras (empresa estatal brasileira de telecomunicações), pressupondo a troca de participações e a entrada no mercado brasileiro. A British Telecom não quis imbuir-se no risco brasileiro e a PT seguiu o seu rumo internacional ao lado da Telefónica, um gigante vizinho.

Todas as partes interessadas estavam alinhadas, desde os gestores, administradores, acionistas, o parceiro estratégico e o Governo, para o investimento num país de língua oficial portuguesa. O Brasil procurava aquilo que a PT e a Telefónica ofereciam, investimento estrangeiro, por contrapartida da privatização da Telebras, em leilão de 12 empresas, da rede fixa, móvel e longa distância. O grande negócio ocorreu no dia 29 julho de 1998 com a compra de participações da Telesp Fixa, por parte da Telefónica (em que a PT também participou) e da Telesp Celular pela PT. Um grande investimento, no valor de 3.500 milhões de reais, pelo negócio do líder brasileiro das telecomunicações móveis, ficando, no entanto, a Telemar excluído deste. A Telemar era um grande operador fixo, que deu origem à Oi, alguns anos mais tarde.

A aliança estratégica ibérica estava mais rica, com um património constituído por empresas brasileiras, mas para a PT e a Telefónica a ambição era maior e continuavam na luta, à procura de uma posição de destaque. Antes de continuarem no processo de consolidação e concentração dos negócios procederam à troca de participações dos ativos brasileiros, para uma divisão equitativa. Em novembro do ano 2000 a PT perdeu 23% da participação da Telesp Participações (principal operador fixo), por contrapartida das ações da Telesp Celular (principal operado móvel), equivalente a 35,8% do capital, transferidas da Telefónica. Fechavam o ano de 2000 com estratégias delineadas, setores das telecomunicações do Brasil repartidos (fixo e móvel), mas com a PT mais endividada e desvalorizada no mercado. Foi uma perda anual de cerca de 11%, para 9,9 mil milhões de euros, que ditou o não pagamento de dividendos, relativos ao exercício de 2000, mas gratificou os acionistas com a atribuição de novas ações ordinárias, emitidas para o aumento de 2% do capital, por via de incorporação de reservas.

Constata-se, que neste período, a PT estava a seguir uma política de criação de valor, que à luz da teoria de CG, procura alinhar as decisões dos gestores com o interesse de maximização do valor acionista, no longo prazo. Num período em que a globalização e a competitividade dos mercados são um cerco às empresas, torna-se crucial, a formulação

de uma boa estratégia e consequentemente a sua avaliação, e uma execução prudente por parte dos gestores, não pensando apenas nos seus interesse de curto prazo mas alargando horizontes e vendo o potencial de criação de valor (Rappaport (1998)). A Comissão Executiva da PT pronunciou-se sobre as decisões da AG de acionistas de 2001 (reunião onde foram aprovadas as contas do exercício 2000), dizendo que *"Estas deliberações inserem-se na estratégia de reforço da competitividade e de criação de valor accionista da Portugal Telecom, através da promoção da eficiência, da diversificação do portfolio de negócios, da consolidação da presença no mercado brasileiro e do aumento da solidez financeira, assegurando em simultâneo a conveniente flexibilidade da gestão"* (PT (2001)). Analisando o resultado da reunião magna ficou evidente que havia alianças que mereciam um agradecimento e por isso, foi aprovado o aumento da participação da Telefónica até 10%, nos termos do nº1 do artigo 9º dos estatutos, que previa que operadores concorrentes só podiam participar em 5% do capital da PT. Era uma participação arrojada da Telefónica em troca de uma posição audaz da PT no Brasil.

Em janeiro de 2001 a PT e a Telefónica estabelecem um novo acordo estratégico, para criação de uma empresa móvel no Brasil, mas só em 2002 é que a aliança prosseguiu com a constituição de uma *joint venture*<sup>16</sup> no mercado de telecomunicações móveis brasileiro. No entanto, muitas dificuldades tiveram de ultrapassar, até que fosse anunciado oficialmente a criação do maior operador móvel da América do Sul, a 18 de outubro de 2002, formalizado a 27 de dezembro. Nascia a Brasilcel, detentora de todas as operações móveis do Brasil, com a devida supervisão do regulador do setor (Anatel) para que os ativos da PT e da Telefónica fossem transferidos. Era uma gestão conjunta de um líder de mercado brasileiro, que previa captar sinergias, para a redução de custos na tecnologia e no processo de migração das concessões móveis. Com uma estrutura financeira firme, capaz de gerar *cash flow* por via de bons resultados, pretendiam atingir o objetivo da maximização do valor accionista (PT (2002)). A Telefónica queria conquistar quota de mercado mas a PT receava que os seus resultados operacionais fossem afetados. Para a

---

<sup>16</sup> *Joint venture* é o termo inglês que significa a união de várias empresas para prossecução de um negócio, comprometendo-se a partilhar a gestão, os riscos e os ganhos e perdas.



PT o EBITDA<sup>17</sup> era um dos seus principais indicadores financeiros, avaliador do desempenho operacional da empresa e dos negócios em que investiram.

Em janeiro de 2003 a Brasilcel fez um reforço de liderança e adquiriu a Tele Centro Oeste (TCO), totalizando seis empresas cotadas sob o seu controlo, mas mantendo as marcas de cada operadora. Apenas a 13 de abril de 2003 ocorreu a integração de todas elas e foi lançada uma nova marca, a Vivo. Um investimento avultado de 40 milhões de reais (11,79 milhões de euros) que para a PT era relevante a sua rentabilização, mediante melhorias de eficiência operacional e financeira. A PT tinha uma estratégia empresarial delineada, assente em racionalizar os custos de exploração e investimento, articular negócios e capturar sinergias para uma melhoria de *performance* dos negócios e consequente crescimento das receitas e do EBITDA, de modo a garantir geração de *cash flow* operacional (PT (2003)). Tinham de se respeitar prioridades, conforme disse o presidente da Comissão Executiva da PT na mensagem dirigida aos acionistas no relatório e contas consolidado (RC) 2003 da PT, “*A remuneração aos accionistas continua a ser uma prioridade. A sólida estrutura financeira da PT tem permitido o aumento sistemático dos dividendos*” (PT (2003), pp.9).

Nas apresentações do “Investor Day” da PT de 2002 e 2003, a Comissão Executiva da PT expôs, aos investidores institucionais e analistas financeiros, as estratégias delineadas para o curto e médio prazo, para concretizar as metas propostas de manutenção do crescimento, redução do *CAPEX* e maximizar o retorno dos investimentos ao acionista por via de redução da dívida e devolução do excedente. Para garantir eficácia e transparência e simplicidade nos atos da gestão, a PT implementou um novo modelo de governo de sociedade, o anglo-saxónico (Conselho de Administração, Comissão de Auditoria e Revisor Oficial de Contas). Houve separação de funções e responsabilidades do Conselho de Administração e da Comissão Executiva e simplificou-se o processo, atribuindo ao CA a função de delinear estratégias e à CE a operacionalização das decisões-chave, com uma implementação mais imediata. Foram alterados os estatutos da PT, permitindo uma separação das funções de CEO e *chairman*, assegurando uma melhor

---

<sup>17</sup> EBITDA: sigla inglesa que significa *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*. Em português é lucros antes de juros, impostos, depreciações e amortizações. EBITDA = Resultado Operacional + Amortizações.

repartição entre as tarefas de gestão corrente das funções de controlo e supervisão. Com administradores independentes no CA, um reforço do controlo interno e a criação de comissões internas<sup>18</sup>, sobre a alçada do CA, a PT estava a adaptar o seu modelo de governação à nova lei dos EUA “*Sarbanes-Oxley Act*”. Esta nova forma de governo, com separação de poderes e um adequado controlo interno, não é apenas um fim mas um investimento ao serviço dos objetivos da empresa.

## **Análise à luz de CG**

Esta fase longa da vida da PT ficou marcada pela parceria estratégica entre a PT e a Telefónica, para operarem no mercado brasileiro das telecomunicações, e pelas participações cruzadas no capital social. Este tipo de relações não alinha com as boas praticas de governo, ao nível das partes relacionadas e do controlo e propriedade da sociedade. Quando as empresas são mutuamente acionistas uma da outra pode haver influência no momento da tomada de decisões. Deliberam tendo em vista o interesse da sociedade mas com salvaguarda dos seus próprios interesses. Se os interesses divergirem gera conflitos entre as partes.

A PT tinha a sua política orientada para o objetivo de maximização do valor acionista, com racionalização de custos, redução da dívida e maior retorno dos investimentos para que houvesse liquidez para distribuição de dividendos. Por sua vez, a Telefónica procurava uma estratégia empresarial expansiva para alcançar quota de mercado que poderia afetar os resultados operacionais da PT. Esta dicotomia de interesses gerou conflitos entre as partes. Uns anos mais tarde, com a OPA da Sonae, este desalinhamento de interesses acentuou-se e a Telefónica opôs-se à decisão da maioria dos acionistas e da administração da PT porque sabia que se a OPA avançasse poderia tirar proveito do negócio da Brasilel, em acordo com a Sonae.

Em 2007 a PT implementou um novo modelo de governo de sociedade, o anglo-saxónico (CA, Comissão de Auditoria e ROC), houve separação das funções de CEO e *chairman*

---

<sup>18</sup> Comissões criadas: Comissão de Estratégia, Comissão de Avaliação e Compensação, Comissão de Governo Societário e a Comissão de Auditoria.

e foram criadas comissões no seio do CA. Uma medida tomada pela PT aliada às boas práticas de CG e novas exigências legais.

## 5.2. A saída da Vivo

A Vivo continuava a ser um fundo de rendimento mas havia algumas desavenças entre os parceiros ibéricos, após reestruturação societária e nomeação de cargos, a 5 de dezembro de 2005. A Telefónica tentou alterar o acordo inicial, em que a PT nomeava o CEO, e o CFO e *chairman* eram responsabilidade da espanhola. Neste mesmo ano, a Telefónica não conseguiu, após redução do capital (*share buyback*), uma posição na PT superior a 10%, depois de o acionista Estado ter refutado essa intenção, proposta em AG de acionistas, mas não considerada à votação, por decisão da administração. A Telefónica tentava conquistar terreno da PT e a Vivo era um ativo muito ambicionado, que expectou conquistá-lo por via da Sonae, quando aprovou a OPA em AG. Aparentemente existia um desalinhamento estratégico entre as operadoras porque a Telefónica sentia que a PT não tinha capacidade para assumir novos investimentos e então lutava pelos seus próprios interesses de dominar a Vivo.

No dia 10 de maio de 2010 surgiu uma oferta de 5,7 mil milhões para comprar a participação de 50% da PT no capital da Brasilcel, a *holding* que detinha a Vivo. A administração da empresa pronunciou-se de imediato, assim como o presidente executivo, recusando aceitar a oferta, mas “*dada a magnitude e relevância estratégica da oferta, o Conselho de Administração da PT decidiu submetê-la à apreciação dos accionistas*”(PT (2010b), pp.2). Os principais acionistas, representantes de 26% do capital da PT (BES, CGD, Ongoing, Visabeira e Controlinvest) assumiram vetar a oferta mas havia outros grandes acionistas que não se tinham pronunciado sobre o negócio.

Nesta fase que antecedeu a AG, agendada para dia 30 de junho de 2010, a administração pronunciou-se e revelou que o preço da oferta não pagava o valor do ativo estratégico (PT (2010c)). A Ongoing, acionista de referência da PT, cujo *chairman* é administrador não executivo da Comissão de Governo Societário da PT, revelou que a Comissão Executiva deveria pronunciar-se diante dos acionistas e ser transparente sobre esta venda da Vivo à Telefónica, e dar uma indicação clara se o negócio devia ou não avançar, pelo preço da oferta (Ribeiro (2010)). O presidente executivo da PT, em declarações sobre a oferta que

estava em cima da mesa, referiu que a PT dependia deste pilar (a Vivo) para manter a sua escala internacional, dar continuidade à política de crescimento futuro e geração de valor acionista. Salientou, ainda, que é bom sentir que os investidores e o mercado reconhecem o trabalho da gestão, na criação de valor da Vivo, e por isso valorizam os ativos da PT. A Vivo, contudo, pelo seu potencial de crescimento futuro e geração de valor, não pode ter uma mera avaliação financeira mas tem de equacionar o valor estratégico (Moutinho (2010)). *Esta vivência com a Telefónica é que não pode continuar, de permanente ameaça e insatisfação por a PT ter 50% da [holding que detém a] Vivo”, por isso, “Ou nós compramos a parte da Telefónica na Vivo ou um dia a Telefónica compra a nossa parte, mas isso tem de ser sempre por um preço justo e que dê alternativas à PT”* (Veríssimo (2010)). Estas palavras não foram indiferentes e a Telefónica reagiu, com um aumento da oferta para 6,5 mil milhões de euros. Um valor significativo, aliciante para promover os interesses da PT (amortizar dívida, para investimentos futuros, despesas de capital) e maximizar o valor dos acionistas, com distribuição de dividendos. Na véspera da AG a PT informou sobre a revisão do preço oferecido pela Telefónica, para os 7,15 mil milhões de euros (PT (2010d)), que se afigurou inferior ao valor de mercado da PT, 7,4 mil milhões de euros e 7,3 mil milhões de euros no dia da AG, segundo a Reuters (Thomson Reuters Datastream (2016)).

Em dia de deliberações, 30 de junho de 2010, os títulos da PT subiram na bolsa mas durante a AG a CMVM suspendeu as negociações para que não ocorressem perturbações, no normal funcionamento do mercado, e para proteção dos investidores. Com uma proposta superior, os principais acionistas, BES e Ongoing votaram a favor da venda, contrariamente à CGD, que seguiu ordens do Executivo, e da Telefónica que ficou inibida de votar por ter vendido 8% da sua posição, mas cujo direito de voto manteve-se imputado à espanhola, segundo decisão do regulador de mercado (CMVM (2010b)). Tudo parecia favorável à Telefónica, mesmo sem direito de voto, quando 73,9% dos votos em AG eram a favor da sua oferta. No entanto, o Estado vetou a proposta, através das ações que detém, da categoria A (*golden share*).

A *golden share* foi utilizada pelo Estado mas o fim deste privilégio não tardou. Após várias questões levantadas pela Comissão Europeia, o Tribunal Europeu de Justiça anuncia que *“A detenção de “golden shares” por parte do Estado português na Portugal Telecom constitui uma restrição não justificada à livre circulação de capitais”* (CVRI (2010b),

pp.1) e por isso não foram cumpridas, pela República Portuguesa, as obrigações legais exigidas pela Comunidade Europeia (CVRI (2010a)), que de imediato surtiram efeito com a aprovação do Decreto-Lei n.º 90/2011, que prevê a eliminação dos direitos especiais do Estado.

A *golden share* era, à luz do CG, uma medida de controlo utilizada para impedir o êxito de OPA mas que desrespeita os interesses da sociedade e dos seus acionistas. Foi o que aconteceu neste ato do Executivo, que votou contra a vontade dos principais acionistas. Estes decidiram avançar com venda da Vivo, por temerem o futuro da relação com a Telefónica, a ameaça de congelamento dos dividendos do Brasil (pelo CFO da Telefónica) e para proteção da PT de outras OPA (pela Telefónica ou outros operadores) (CMVM (2010a)), uma vez que, à data da AG, era expectável que Bruxelas decretasse o fim da *golden share*. Era uma independência que os acionistas desejavam porque os recursos financeiros aumentavam e seria uma forma de a PT reduzir a sua dívida, garantir um futuro mais alinhado com os seus interesses, com possibilidades de novos investimentos e dividendos. Este foi um ato de extorsão dos direitos dos acionistas, em que o Governo considerou necessário opor-se a esta venda, para salvaguarda dos interesses nacionais e da própria PT, porque este negócio era uma ferramenta estratégica para o seu crescimento.

Neste período ficou claro que a *golden share* foi um problema de governo da PT, ditado pela dicotomia de interesses. O Governo atuou em proveito próprio, sem pensar no interesse dos principais acionistas, e que juntando ao facto de não dispor de toda a informação que tinha sido trocada entre os acionistas privados e a Telefónica, numa tentativa de mudança de preço da oferta, considerou que a PT não poderia vender a Vivo sem uma alternativa. O Governo da altura considerava relevante que a operadora portuguesa permanecesse no mercado brasileiro, e para isso, a venda da Vivo teria de ter um substituto.

A administração da PT, o *chairman* e o CEO, procuraram soluções para que a vontade inicial dos acionistas privados fosse satisfeita, sem que o Estado se opusesse. Diversas conversações entre o primeiro-ministro nacional e o presidente do Brasil foram estabelecidas, assim como a administração da PT e o poder político brasileiro, com intuito de encontrar uma nova parceria. Foi uma procura que se concretizou um mês após o uso

da *golden share*. No dia 28 de julho de 2010, a PT anunciou o acordo com a Telefónica para venda da Vivo, pelo valor de 7,5 mil milhões de euros, pagos em três parcelas (PT (2010e)) e nesse mesmo dia divulgou a informação sobre a parceria estratégica celebrada com a Oi, com troca de participações (PT (2010f)) e um cheque de 3,7 mil milhões de euros. Dois acordos celebrados em simultâneo porque um serviria para pagar o outro e com garantia de que todos os interesses estavam salvaguardados. A Telefónica conseguiu o domínio da Vivo e liderança nas telecomunicações do mercado brasileiro, o Governo português conseguiu que a operadora portuguesa mantivesse parcerias no Brasil, favoráveis ao crescimento internacional e a PT encaixou mais dinheiro. Com ele a situação financeira da empresa era favorável e permitiu o pagamento de um dividendo extraordinário de 1,65 euros por cada ação, um aumento do dividendo ordinário de 0,65 euros, por ação, para os exercícios de 2010 e 2011 e uma política de dividendos progressivos, com aumento entre 3% e 4% para os exercícios de 2012 e 2014 (PT(2010a)). Ver anexo 1 com evolução dos dividendos pagos aos acionistas. Os colaboradores foram premiados pelo sucesso da operação, assim como o Governo, com o financiamento das responsabilidades dos fundos de pensões, que posteriormente a este negócio foram transferidos para o Estado, como apoio às contas públicas.

Segundo informação da comunicação social, “*a maior operação financeira da história de Portugal*” conforme descreveu o *chairman* da PT (Baptista (2010)), está a ser alvo de investigação pelo Ministério Público, pelo envolvimento político no negócio de venda da Vivo e o cruzamento de posições acionistas com a operadora Oi (Ferreira (2015)). Há suspeita de benefícios financeiros concedidos às partes envolvidas no negócio, desde acionistas, governantes e quadros de topo das operadoras, em valores que ascendem a 200 milhões de euros (Ferreira (2015)).

## **Análise à luz de CG**

Este momento da venda da Vivo foi um negócio que teve envolvimento do poder político (nomeadamente o primeiro ministro português, o presidente do Brasil e um ex-ministro-chefe da Casa Civil do Brasil), cruzamento de posições acionistas com a Oi, assim como benefícios financeiros para as partes.

Quando a Telefónica propôs à PT a compra da Vivo, um dos administradores não executivos da PT pronunciou-se na comunicação social alertando para a importância da transparência da informação. Uma decisão estratégica, que não ia ser aprovada apenas pelo CA mas deliberada em AG de acionistas, exigia mais detalhe para que estes não o fizessem sem conhecimento pleno do negócio e do objetivo previsto. O administrador, apesar de não independente, demonstrou preocupação com o interesse das partes envolvidas e teve um papel relevante ao questionar as ações propostas e ao aconselhar a CE. É de relevar o contributo deste membro do CA na definição da estratégia da empresa e aconselhamento dos executivos na gestão do negócio.

As opiniões foram ouvidas, mas o privilégio Estatal pôs fim à vontade da maioria dos acionistas. A *golden share* foi uma medida de controlo utilizada para impedir o êxito da venda, que à luz do CG não respeitou os interesses dos acionistas. A PT não estava apenas nas suas mãos, por isso o interesse das outras partes merecia ser considerado, e a vontade da maioria não deveria ter sido bloqueada pelo voto único. É um voto minoritário, que confere poderes especiais, e vai contra o princípio da proporcionalidade entre os direitos de voto e a participação acionista. A PT tem estabelecido nos seus estatutos uma limitação de contagem de votos, que exceda 10% da totalidade do capital, para permitir democracia acionista, dispersão do capital e maior transparência do governo da sociedade. Contudo o quórum de 73,9% favorável à venda da Vivo não permitiu que esta vencesse porque o Estado utilizou a *golden share* para assegurar a estratégia alternativa à Vivo, o investimento na Oi. Este negócio era uma ferramenta estratégica que o Estado tentava controlar para sustentar o seu crescimento no mercado das telecomunicações e por isso, vetou a venda da Vivo para dar tempo de se encontrar uma nova opção de negócio.

Depois do veto houve uma procura constante de alternativas para a venda da Vivo. A PT conseguiu um novo parceiro e a venda concretizou-se por unanimidade do CA. Foi uma transação de relevância significativa com um dos seus acionistas, a Telefónica, que detinha uma participação qualificada mas reduziu-a (venda de 8%), na proximidade da data do evento. A PT vendeu a sua participação de 30% na Vivo e em simultâneo adquiriu uma participação de 22,4% do capital da Oi. Foi uma nova aliança estratégica com cruzamento de posições acionistas entre a PT e a Oi, em que a PT para além de adquirir uma participação acionista na Oi consegue controlo da sua gestão e a Oi, por sua vez,

entra no capital da PT com uma posição de 10%. É uma relação de partes relacionadas com interesse mútuo de controlo sobre a gestão.

Com a finalização do negócio houve direito a bónus para os administradores, dividendos extraordinários para os acionistas, financiamento dos fundos de pensões do Estado e aplicações financeiras em dívidas de empresas do GES. Durante este período o BES tomou decisões na PT em função dos seus interesses porque a compra da Oi pela PT, que dizia ser uma empresa com grande potencial, permitiria gerar bons resultados e flexibilidade financeira para tirar proveito para os seus negócios do GES. Traduz-se numa oportunidade de expropriação de recursos e desvio de valor da PT para o GES. O BES enquanto parte relacionada tentou controlar a venda, de forma a que esta ocorresse ao melhor valor possível para que os ganhos financeiros que daí advinham fossem os melhores para si e consequentemente para as empresas do grupo. *“Os detentores das posições mais elevadas no capital precisavam de dinheiro para os seus negócios. A liquidez da banca já era escassa e, apesar de o país ainda não ter mergulhado numa crise profunda, mais dinheiro era sempre bem-vindo.”*(Machado e Martins (2015), pp.1 capítulo 8)

O BES exerceu, junto do primeiro-ministro, alguma pressão e influência para condicionar a venda da Vivo, até que houvesse garantia de um substituto ao negócio. A envolvimento do BES (acionista de referência da PT) com o Governo (acionista da PT, detentor das ações da categoria A) é uma falha de governo relacionado com as partes relacionada, pela ocorrência de transações entre ambos, com intuito de controlar o negócio da venda da Vivo e obterem rendimentos para novos investimentos do seu interesse. Ambos atuavam motivados pelos incentivos remuneratórios atribuídos após sucesso da operação.

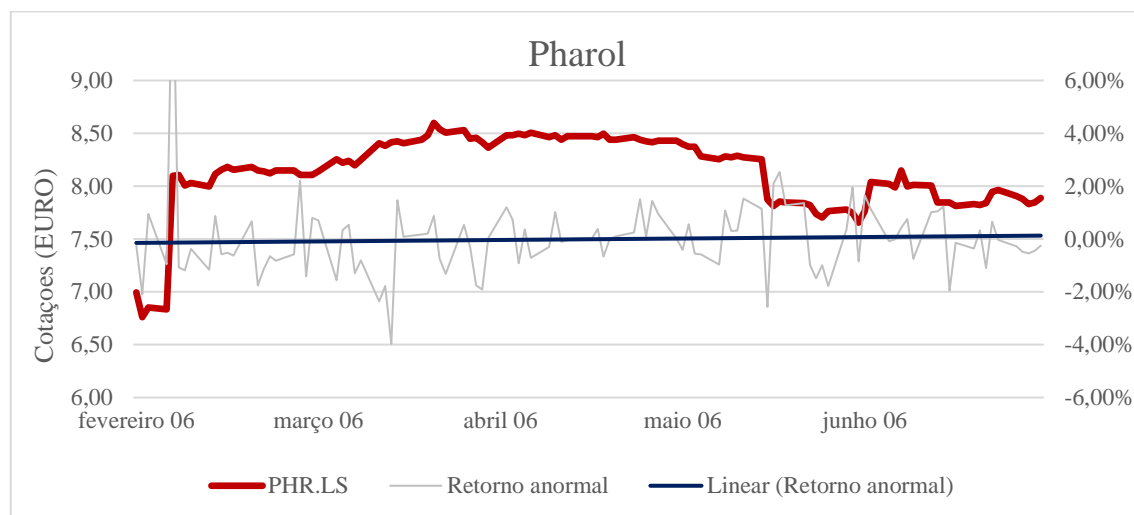
Os benefícios distribuídos pela PT foram do conhecimento da sociedade, publicado no R&C 2010 (PT, 2010b) mas ainda hoje é um enigma que está por desvendar, entregue ao Ministério Público por suspeita de benefícios financeiros concedidos às partes envolvidas.

Outro desfecho deste negócio foi a renúncia dos cargos de administradores não executivos, por parte de dois representantes da Telefónica, na administração da PT. Um deles era o CFO da Telefónica, que durante todas estas negociações foi um opositor à administração (de que fazia parte) e sempre tentou manter o controlo da situação,



nomeadamente quando anunciou a possibilidade de avançar com uma OPA à PT, caso a venda da Vivo não se concretizasse.

### 5.3. A OPA da Sonae



**Gráfico 2:** Cotações bolsistas da Pharol de fevereiro a junho de 2006

(Fonte: Própria; construído com dados da Datastream)

Em fevereiro de 2006 a riqueza dos investidores da PT caía cerca de 3%, sobre influência negativa das telecomunicações na Europa, arrastando o PSI-20 para perdas. O setor das telecomunicações europeu, entre eles a France Telecom (hoje Orange SA) e a Telefónica, receava pelo seu futuro porque o mercado tradicional da rede fixa estava em declínio em favor de sistemas de banda larga. Era um sector em constante mutação, rápida e agressiva, com concorrência feroz e que suscitava dúvidas nos resultados estimados para o ano. A PT seguia tendências e negociava a perder, motivada pela especulação de *profit warning*<sup>19</sup>, à imagem das congéneres europeias.

A atividade operacional da PT era especulada, pelos analistas e os investidores, e o mercado reagiu e atuou, com disciplina ou punição, quando sentiu que havia fragilidades. As teorias de CG defendem que uma OPA surge por questões de desempenho ou de

<sup>19</sup> *Profit Warning*: significa em português alerta de lucro. Acontece, normalmente, antes da divulgação pública de resultados da empresa. O sinal é dado porque as estimativas de resultados são revistas abaixo das expectativas dos analistas.

dimensão da empresa-alvo (Franks e Mayer (1996)). Foi o que sucedeu na vida da PT quando o setor das telecomunicações, em Portugal, estava nas suas mãos e o controlo tinha de ser gerido. A Sonae lançou uma OPA hostil com intuito de pôr fim à posição dominante da PT na rede fixa (cobre e cabo)<sup>20</sup> e abrir margem à criação de concorrência. O monopólio que os gestores da PT tinham em mão permitia-lhes ações estratégicas mais financeiras do que operacionais. A regra era maximizar os lucros, incrementar a cotação das ações e o seu valor acionista, pelas remunerações dos acionistas, sem que houvesse grande preocupação de satisfazer outras partes interessadas, sobretudo na melhoria e desenvolvimento das infraestruturas, cujos operadores do mercado dependiam da PT para usufruto e acesso à rede de distribuição.

No dia seguinte ao anúncio da OPA, 7 de fevereiro de 2006, todos os mercados abalaram. O mercado nacional sofreu com o impacto direto da PT e a bolsa de Nova Iorque também porque naquela data as ações estavam cotadas na NYSE e cresceram 17,5%. Na BVL a PT valorizou 18,46%, o recorde de ganhos (até aquela data), que gerou crescimento nas cotações e na liquidez do PSI-20, com aumento de cerca de 4% e transações em bolsa de 1,1 mil milhões de euros. Não foram ganhos equiparados porque enquanto uns analistas especulavam novas aquisições e fusões do setor, outros viam o reverso da medalha, numa posição de oferente. Era o caso da Telefónica, acionista da PT, que descia na bolsa por ser um potencial de contra-oferta, e a France Telecom, que cedia 0,17%, aliado à participação significativa na Sonaecom (empresa de comunicações, com baixo protagonismo no mercado português, ofuscada pela PT, subsidiária da Sonae SGPS naquela data, autora da OPA).

O pacote da OPA contemplava uma oferta de 9,5 euros por ação, cobrindo a totalidade do capital da PT SGPS, o equivalente a 10,7 mil milhões de euros e 5.000 euros por cada obrigação convertível (Sonae (2006), pp.2). No dia da OPA a PT encerrou a 6,83 euros mas no dia seguinte, em que o mercado reagiu confiante, fechou a atingir os 8,09 euros, constatando um ganho face ao valor da OPA de 38,98% e 17,32%, respetivamente. A capitalização bolsista variou 1,7 mil milhões culminando nos 10,9 mil milhões no dia seguinte à notícia, um valor abaixo do preço a pagar pela Sonae. A Sonae, a PT e a OPA eram os assuntos de destaque da comunicação social, nomeadamente a apreciação dos

---

<sup>20</sup> A PT era detentora das infraestruturas de cobre, que assegurava a rede telefónica fixa e internet ADSL, e de cabo, que abrangia a rede de televisiva, internet e telefone.

analistas e de corretores. A sondagem do Jornal de Negócios, do dia 7 de fevereiro, questionou “O preço é justo ou não?” (Carvalho e Carregueiro (2006), pp.10). Com 75% dos votos ganhou o “Não” e as recomendações dos especialistas contradiziam-se, porque havia quem sugerisse manter (“*Hold*”) na expectativa de aumento da oferta, e outros propunham comprar (“*Buy*”) com indicação do preço-alvo. A maior avaliação dada foi de 12,5 mil milhões de euros com uma proposta de venda da Lisbon Brokers, a um preço de 11 euros por ação.

### **O insucesso da OPA**

Com a proposta em cima da mesa a PT SGPS tinha de se pronunciar, a CMVM avaliar algumas cláusulas no âmbito da oferta e a ANACOM avaliar o cumprimento das regras de concorrência. O CA da PT opôs-se unanimemente à OPA mas quem decidia era a AG de acionistas.

A administração da PT não considerava a OPA interessante porque o preço ficava aquém daquilo que a empresa valia e do que expectava ser no futuro. Com conhecimento da estratégia da Sonae de pôr fim ao monopólio da rede fixa, crescer no mercado móvel e expandir áreas de negócio, nada disso seria possível sem endividamento. Os acionistas especulavam de que parte dos seus ativos teriam de ser vendidos, caso a OPA fosse avante, para fazer face à dívida, e por isso o desmembramento da PT estava à vista. Os acionistas, que há anos ganhavam dinheiro com a PT, temiam que esses privilégios acabassem porque a Sonae não seria uma aliada do Governo, à semelhança da PT, nem estaria disposta a pagamentos tão avultados de dividendos.

À luz das recomendações de CG vigentes naquele período (versão de Novembro de 2005) em (CMVM (2005)) e pela análise do relatório de CG da PT constata-se que a empresa não cumpriu com uma das recomendações do código de governo da sociedade, aplicada às OPA<sup>21</sup>. A PT (2007, pp.5) entendeu “*não conterem os respectivos Estatutos quaisquer*

---

<sup>21</sup> “III.4. As medidas que sejam adoptadas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas. Consideram-se, nomeadamente, contrárias a estes interesses as cláusulas defensivas que tenham como efeito provocar automaticamente uma erosão no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação, pelos accionistas, do desempenho dos titulares do órgão de administração.” Disponível na íntegra do documento das recomendações de 2005 (CMVM (2005))

*cláusulas defensivas que tenham por efeito provocar automaticamente uma erosão no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração (...)*”, no entanto existem direitos especiais nas 500 *golden shares* do Estado e uma limitação de 10% no direito de voto dos acionistas. São cláusulas dos estatutos da sociedade, não alterados propositadamente como medida protecionista da oferta hostil, desenhados para que se consiga democracia e equidade acionista entre os maioritários e minoritários (PT (2007)). A dispersão do capital social permite maior transparência de governo societário porque a informação e decisão não estão centralizadas num acionista maioritário, cujo poder de voto permite deliberar autonomamente, pelo peso que tem, mas está repartida por vários investidores. Para que haja sucesso de uma OPA neste modelo de governo é necessário alinhar os interesses dos acionistas e uma maior participação, que cumpra com os limites mínimos para aprovação.

Na PT a dispersão acionista podia ser um problema para a administração, que não queria avançar com a OPA. Tinha de estar claro entre todos os acionistas que a OPA não era a escolha da empresa e por isso o veto tinha de estar garantido. Os principais acionistas eram a espanhola Telefónica, em clara divergência de interesses (em prol dos seus) porque expectava alcançar a Vivo, eram alguns Fundos de Investimento, o BES, que teve durante muitos anos a PT como um grande aliado financeiro, era a CGD, o banco estatal que ganhou dinheiro com os dividendos da sua participação e o Estado, com as 500 ações de ouro, que temia pela perda dos ativos no exterior e futura expansão de mercado no Brasil mas por outro lado ansiava pelo estímulo da concorrência (se a OPA falhasse decorria o *spin-off* da PT Multimédia). Os executivos da PT não estavam certos de que a OPA seria rejeitada e andaram em *roadshows* para apresentarem as suas estratégias e os contras desta oferta, e encontrarem parceiros para se aliarem à empresa de telecomunicação. Posições de relevo surgiram, o Joe Berardo e grupo Ongoing, que apareceu na OPA com uma posição acionista disposta a alinhar com a administração na derrocada (os chamados *white knights*), assim como fundos de investimento estrangeiros.

Para além desta estratégia ativa, de reforço da base acionista, houve alterações ao nível da gestão de topo (CEO, CFO, *chairman*, administração não executiva) com projetos e ideias novas para avançar com a oposição à OPA. Outra medida, claramente contra os princípios de um bom governo, e que a PT utilizou para sua defesa, foi a utilização do excesso de liquidez para pagamento de dividendos, em maio de 2006, aliciando os

acionistas a manter as suas ações. Para se tornar desencorajador mantê-las o oferente teria de aumentar o valor de recompensa. A 16 de maio de 2006, na *ex-date* do pagamento de dividendos, as ações caíram 4,8% justificada pelo ajuste técnico do destaque do dividendo.

A administração da PT muito fez para conseguir travar a OPA, mas não ficou claramente evidenciado quanto é que a empresa os remunerou, por isso, houve uma violação dos deveres de governação societária relativo à divulgação individual dos gestores e à forma como esta foi calculada. *“A transparência respeitante à remuneração constitui um corolário do alinhamento de interesses entre os administradores e a sociedade, porquanto a revelação da repartição interna das remunerações permite verificar os incentivos existentes para premiar o empenhamento dos membros do órgão de administração na prossecução dos objectivos comuns”* (CMVM (2005), pp.5).

Para impedir o êxito desta oferta a PT alegou que o preço era baixo e o negócio tinha mais valor do que a Sonae dava. A reação do mercado, com uma valorização das ações da PT, seguido de rumores de uma oferta concorrente a pagar 12 euros por ação, e a morosidade de todo o processo levou a Sonae a aumentar a oferta para 10,5 euros por ação, valor em dinheiro que contemplava um prémio por criação de sinergias, num total de 11,8 mil milhões. Esta oferta estava condicionada à alteração dos estatutos da PT, para que não subsistisse o limite de 10% no exercício de direito de voto, nem os privilégios da *golden share* do Estado, uma vez que estas permitiam o veto em decisões operacionais.

Em dia de decisões, a 2 de março de 2006, a PT fecha a perder 3%, a Sonae acompanha e o PSI 20 reage negativamente. A Sonae perdeu logo à partida com extinção da OPA, após 46,58% dos acionistas (representantes de 66% dos direitos de voto) terem votado contra o ponto 3 da ordem de trabalhos da AG, que previa a desblindagem dos estatutos e que era uma das condições exigidas para que a OPA avançasse. Nem a OPA chegou ao mercado, nem o Estado fez uso do seu “poder de ouro”. A PT saiu vencedora e premiou os acionistas com as ofertas do contra-ataque interposto à Sonae, na véspera da AG (Latoeiro (2007)). Para conseguir esta defesa e premiar os interessados, teve de sacrificar o balanço, com aumento da dívida. O relatório de CG de 2007 da PT (PT (2007), pp.30) enumera os prémios: (i) *“O referido pacote de remuneração accionista incluía ainda uma remuneração de 2,1 mil milhões de euros correspondente a um programa de aquisição*

*de acções próprias, a preço de mercado, correspondendo à aquisição de um mínimo de 16,5% do capital social da PT a 31 de Dezembro de 2006, cuja execução continuará durante o exercício de 2008”; (ii) “No âmbito da oferta pública de aquisição de que a Sociedade foi objecto, em 2006 e 2007, o Conselho de Administração apresentou aos accionistas um pacote remuneratório que incluía o pagamento de um dividendo anual de 0,575 euros por acção em 2008-2009”; (iii) “Acresce que, ainda no exercício de 2007, a Sociedade atribuiu gratuitamente aos seus accionistas a participação detida na subsidiária PT Multimédia, igualmente de acordo com os termos do referido pacote de remuneração accionista, procedendo dessa forma ao spin-off dessa sociedade e empresas por esta participadas, no âmbito do qual a Sociedade dispôs de 180,6 milhões de acções da PT Multimédia”.*

## **Análise à luz de CG**

A OPA foi um grande marco na vida da PT, mesmo tendo sido um insucesso. Muitos acontecimentos decorreram ao longo de um ano, desde o anúncio da oferta ao dia da decisão final dos acionistas, e à luz do CG torna-se relevante salientar alguns deles.

A administração temia o desmembramento da empresa por isso muito trabalho foi feito, de forma deliberada, para aumentar a base de acionistas e reforçar os investidores *anti-takeover*, que tomaram decisões alinhadas com os interesses dos acionistas maioritários, independentemente da vontade dos minoritários da empresa. A base acionista da PT aumentou e alguns investidores, como foi o caso da Ongoing, com uma participação qualificada capaz de influenciar e dar força à decisão da administração contra a OPA.

A PT utilizou estas medidas defensivas no sentido de evitar a mudança de propriedade e garantir que a política de criar valor para o acionista se mantinha. “*Terminada a OPA, vamos continuar a criar valor acionista*”(PT (2006), pp.9), palavras do presidente do CA e CE no final da operação. A PT tem os seus objetivos assentes na Teoria da Maximização de Valor, em que “... os gestores devem tomar as decisões de modo a aumentar o valor total de mercado de longo prazo da empresa”<sup>22</sup>. Jensen (2002, pp. 236)

---

<sup>22</sup> Expressão original de (Jensen (2002)): “*Briefly put, value maximization states that managers should make all decisions so as to increase the total long-run market value of the firm. Total value is the sum of the values of all financial claims on the firm—including equity, debt, preferred stock, and warrants.*”

Os grandes acionistas, com destaque para o BES e a CGD, desde a sua entrada no capital da PT foram habituados a uma política de remunerações generosa, que recebiam perder com esta oferta hostil. A decisão de veto estava alinhada com a da administração mas os interesses não eram os mesmos. Uns defendiam o futuro da empresa, enquanto estrutura para prosseguirem as suas estratégias de crescimento, mas os acionistas pretendiam mantê-la como fonte de rendimento, que foi significativamente melhorada com um plano de remunerações generosas, e que obrigou a um aumento de dívida e desvio de capital de financiamento para crescimento futuro.

Outra medida defensiva da PT foram as mudanças na gestão de topo, depois de o BES e a CGD terem proposto novos nomes para esses cargos (e terem sido aprovados em AG), alinhados com os seus interesses e os do Governo. Os nomes sugeridos eram do conhecimento de ambos os acionistas e por isso mantinham controlo sobre as suas ações na prossecução dos seus objetivos para a empresa.

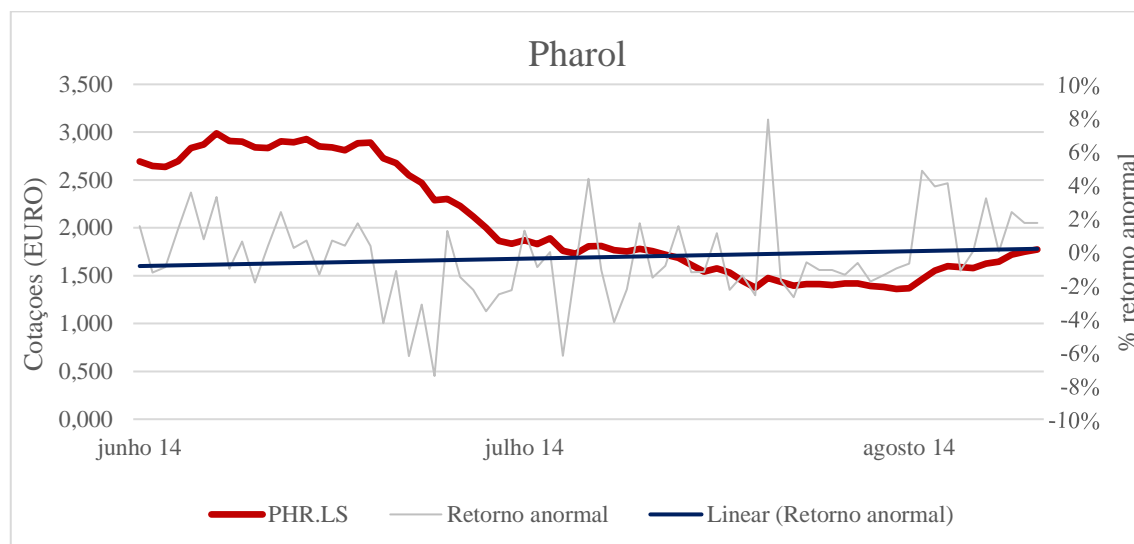
O CA opunha-se unanimemente a esta OPA, mas a decisão final era da AG de acionistas. A OPA da Sonae estava condicionada à disposição estatutária da PT porque teria de ser aprovada por maioria de votos dos acionistas mas com a limitação de 10% no exercício de direito de voto tornava-se difícil alcançar o quórum suficiente para esta aprovação. A desblindagem não aconteceu e por isso a OPA não foi a votação em AG de acionistas. Esta vitória desejada pelos acionistas foi, à semelhança da venda da Vivo, premiada com um pacote remuneratório que incluía um dividendo anual, a compra de ações próprias e participações na PT Multimédia. Foi um ato dos acionistas e gestores da PT motivado pela defesa dos seus interesses e pelos incentivos remuneratórios que a PT ofereceu antes da OPA, com pagamento de dividendos para manterem a posição acionista, assim como depois da sua falha. Pelas palavras do presidente do CA/CE da PT, referindo-se à OPA *“Findo este processo, a equipa de gestão a que presido congratula-se pelos resultados conseguidos e pelo inequívoco apoio dos accionistas ao projecto que lhes foi proposto, num claro sinal de confiança na nossa capacidade de execução do mesmo”* (PT (2006), pp.8) pode interpretar-se que os acionistas e a gestão tentaram alinhar interesses e para o conseguirem houve recompensas. Uma delas, a compra de ações próprias é, à luz de CG, um incentivo que pode motivar os gestores a agirem para valorização das ações que possuem e não agirem em função dos interesses das empresas em prol dos seus.

De uma forma sucinta pode dizer-se que a OPA da Sonae permitiu aos BES reforçar a sua posição na PT, encontrar novos parceiros aliados ao objetivo de maximização do valor acionista, por via de novos acionistas e novos cargos de topo, para entrar em confronto com uma aquisição não desejada, sendo compensado por um dividendo e uma cisão da PT Multimédia.



#### 5.4. O papel comercial do GES

A fusão com a Oi parecia trazer um futuro promissor para a PT mas as decisões menos acertadas dos administradores levaram a empresa à ruína e grandes perdas para os acionistas.



**Gráfico 3:** Cotações bolsistas da Pharol de junho a agosto de 2014

(Fonte: Datastream)

No segundo semestre de 2014 a PT estava a desvalorizar uma média de 2% por dia, arrastando em parte o índice português. Durante 43 dias a riqueza dos investidores caiu cerca de 43%, pela análise feita aos retornos acumulados a 5 e a 10 dias, sendo que o dia 10 de julho ficou marcado em todos os mercados bolsistas mundiais pela instabilidade do BES. O índice PSI 20 e os índices europeus acompanharam as quedas e o Banco Central Europeu teve de esclarecer os riscos do Grupo Espírito Santo (GES) no setor financeiro de forma a ser evitada a contaminação do setor e consequentemente a propagação do problema a outras áreas. É potencialmente um risco sistémico que quando colapsa tem um impacto forte nas taxas de juro, taxas de câmbio, e nível geral preços dos bens, propagando-se às indústrias, serviços e todo o mercado de transações. Os investidores viviam na dúvida do que fazer e do que viria a seguir porque as informações sobre o BES eram escassas.

O GES abalou toda a economia porque a sua solidez financeira parecia fraca, no dia em que a Espírito Santo Internacional (ESI), o acionista maioritário da ESFG (Espírito Santo Financial Group – empresa *holding* que detinha participação no BES) estava em risco de insolvência por falta de acordo com os principais credores. Estas entidades relacionadas têm demasiada exposição à empresa ESI provocando variabilidade bolsista em todas elas e nas que indiretamente se relacionam, como é o caso da PT que desceu do patamar das ações a valerem 2 euros. Fechou o dia 10 de julho 2014 a 1,86 euros, o PSI20 a 6.105,24 euros com apenas 19 cotadas após suspensão das ações da ESFG.

Nada parecia certo na esfera do GES e por isso é que a PT perdia valor, os seus acionistas riqueza e aquilo que em tempos tinha sido um império estava a desmoronar-se. A 26 de junho de 2014 a PT confirma que tem uma aplicação financeira a curto prazo, em papel comercial da Rioforte, no valor de 897 milhões de euros cujo reembolso tinha vencimento a 15 (847 milhões) e a 17 de julho de 2014 (remanescentes 50 milhões). A incerteza dessa liquidação à maturidade, bem como as consequências que dali advinham no processo de fusão da PT com a Oi, provocaram desconforto generalizado e houve quem perdesse o interesse em continuar neste negócio; dois administradores da Oi renunciaram o seu cargo no conselho da PT. Foi uma perda bolsista diária acima dos 7% cujos retornos anormais acumulados durante 10 dias superaram os 22%, desde a véspera do anúncio até 3 de julho. Entre as datas de maturidade do investimento as perdas voltaram a acentuar-se para os 2 e 7%, justificado pela confirmação de não liquidação do reembolso, mediado por um ganho de 3% quando a PT comunica a existência de uma solução, entre as partes da fusão PT-Oi, face à eminência de incumprimento da Rioforte.

Era um acontecimento que parecia pouco claro, com informação oculta ou propositadamente descrita de forma muito genérica e sem detalhe. Havia quem não a quisesse expor mas também parecia que ninguém a queria desvendar ou assumir que tinha conhecimento. No relatório e contas individuais (R&C) de 2013 da PT SGPS (Pharol (2016a)) pouco ou nada se consegue concluir sobre a existência de um investimento avultado em papel comercial, a auditoria não se pronunciou sobre a diversidade destas aplicações, nem tão pouco a exposição da PT ao risco de crédito da ESI. Pode ler-se nas páginas 27, 40 e 41 do R&C 2013 (Pharol (2016a)): “*Durante o exercício de 2013, foram subscritas aplicações de curto prazo no montante de 200.000.000 euros, com vencimento em 7 de janeiro de 2014 e um cupão de 3,75%*”, sem qualquer detalhe da entidade

credora. Contudo, no ponto “8.3. Saldos e transações com partes relacionadas” é descrito que “*Alguns dos principais acionistas da Portugal Telecom são instituições financeiras com as quais a Empresa e as suas subsidiárias estabelecem acordos comerciais no curso normal da atividade, incluindo depósitos bancários, investimentos de curto prazo e financiamentos celebrados por empresas do Grupo com essas instituições financeiras (...)*”, assumindo que “*Os termos e condições (...) são similares aos que normalmente seriam contratados, aceites e praticados entre entidades independentes em operações comparáveis*”, o que, notoriamente, não se veio a verificar. A tesouraria corrente da Rioforte foi financiada a uma taxa de juro inferior à do mercado, o que sustenta a tese da existência de privilégios entre as partes relacionadas, em prol dos seus interesses mas com prejuízo para a sociedade e os acionistas. Foi um risco assumido pela gestão executiva da PT (mas nunca pela totalidade dos membros) o que, pelos princípios legais que regem as sociedades comerciais, violou os deveres fundamentais.

Em 2013 este investimento não era transparente na informação divulgada mas no R&C de 2014 da PT SGPS (“Pharol” (2016a)), a perspicuidade dos investimentos a curto prazo estava patente. Os dois relatórios e contas de anos consecutivos não são comparáveis, sobretudo nos temas que não sofreram alterações de políticas contabilísticas ou estimativas. Na nota explicativa do quadro da alínea “28. Acionistas com participações qualificadas” do R&C 2014, página 62, “*Adicionalmente, em 31 de dezembro de 2013 estavam em balanço 750 milhões de euros de títulos de dívida emitidos pela Espírito Santo International, subscritos junto do BES, os quais foram reembolsados em fevereiro de 2014 e os montantes recebidos reinvestidos em títulos de dívida emitidos pela Rioforte, (...) no montante total de 897 milhões de euros, que foram transferidos para a Oi em 5 de maio de 2014*”. À semelhança das contas individuais, no R&C consolidado da PT SGPS, a informação sobre os investimentos de curto prazo é omissa em 2013, com uma simples menção, na página 184 do R&C consolidado 2013 (“Pharol” (2016a)) “*Esta rubrica inclui essencialmente títulos de dívida emitidos pela PT Finance e pela Portugal Telecom com uma maturidade de aproximadamente 2 meses e que foram liquidados em 2014 nas datas devidas pelo respetivo valor nominal, acrescido de juros*” contudo, no ano em que valor das aplicações financeiras é nulo a empresa detalhou a composição do saldo do período transato, no R&C consolidado de 2014, na página 85, “*Em 31 de dezembro de 2013, esta rubrica inclui títulos de dívida emitidos pela empresa Espírito*

*Santo International nos seguintes montantes: (a) 500 milhões de euros subscritos pela PT Finance em 8 de novembro de 2013 e que foram liquidados na data de vencimento em 10 de fevereiro de 2014 pelo respetivo valor nominal acrescido de juros; (b) 200 milhões de euros subscritos pela PT SGPS em 29 de outubro de 2013 e que foram liquidados na data de vencimento em 29 de janeiro de 2014 pelo respetivo valor nominal acrescido de juros; e (c) 50 milhões de euros subscritos pela PT Finance em 20 de novembro de 2013 e que foram liquidados na data de vencimento em 20 de fevereiro de 2014 pelo respetivo valor nominal acrescido de juros. Estes reembolsos foram classificados como recebimentos provenientes de atividades de investimento das atividades descontinuadas. Os montantes reembolsados foram reinvestidos em títulos de dívida emitidos pela Rioforte, (...), no montante total de 897 milhões de euros que foram transferidos para a Oi em 5 de maio de 2014”.*

Em 2013 estavam citados os 200 milhões de euros nas contas individuais, os 750 milhões de euros nas contas consolidadas mas o emitente nunca foi referido, até que o problema desta aplicação foi comunicado ao mercado e as informações sobre o emissor surgiram.

Em junho de 2014, quando se tornou público a natureza dos títulos de dívida, foram desencadeadas múltiplas investigações autónomas. A supervisão da CMVM indagou os investimentos da PT no GES, a PwC foi contratada pelo CA da PT SGPS para uma revisão independente de procedimentos e atos relacionados com as aplicações financeiras e a Comissão de Auditoria da PT realizou um conjunto de iniciativas para análise deste dilema. Um trabalho que pecou por tardio, uma vez que, se a auditoria tivesse indagado com mais vigor poderia ter sido detetada a existência deste investimento, a elevada exposição ao risco que a PT estava a enfrentar e acima de tudo as parcerias com partes relacionadas, antes do incumprimento da ESI.

Estavam vários dilemas patentes neste investimento, desde a comissão de auditoria que não funcionou, os auditores externos processados em ação judicial, o relatório de auditoria independente em que as acusações a ex-executivos era evidente e a entidade reguladora disposta a escrutinar todo o processo e punir quem o merecesse.

## **O investimento de risco na Rioforte**

Os gestores sentiram-se enganados, mesmo perante parceiros que nunca falharam ou faltaram com a palavra. Foi este o sentimento da PT quando desvalorizou a carência de informação e detalhe dos investimentos de curto prazo, por considerar ser uma mera aplicação de excedentes tesouraria, no normal curso da atividade, e não um financiamento. Nunca houve falta de confiança no emitente do papel comercial porque no passado a ESI cumpriu com os seus compromissos. Contudo o infrator não era a ESI mas a Rioforte, uma relação familiar que contaminou toda a envolvência. A ESI era a *holding* do Grupo Espírito Santo, detentora total da Rioforte, que controla a área de atuação não financeira e financeira do grupo, com uma participação indireta na ESFG, que por sua vez é o maior acionista do BES, sendo este o principal investidor no capital da PT SGPS, (cerca de 10%, à data dos acontecimentos).

Na ESI detetaram-se irregularidades financeiras mas o GES tudo fez para que, pelo menos, a Rioforte fosse salva. O dono do BES moveu influências junto da sua participada, PT SGPS, e em reunião de chefes executivos e financeiros de ambas as entidades, tentou convencer do seu melhor negócio. Uma vez que a PT já tinha 750 milhões de euros aplicados na ESI, cujo vencimento era no mês corrente da reunião (fevereiro de 2014), sugeriu que a renovação ocorresse na Rioforte, dadas as alterações no GES, pedidas pelo Banco de Portugal. Não se tratou de uma mera renovação mas de um aumento do financiamento da PT ao grupo do seu maior acionista, exponenciando o risco de 750 para 897 milhões de euros. O CFO da PT alertou para as necessidades de liquidez da empresa, nomeadamente, para pagar os empréstimos vigentes e remunerar as *holdings* da Oi no contrato de combinação de negócios, em que os ativos da PT Portugal são transferidos da PT SGPS para a Oi. Como eram meras aplicações a curto prazo, que se venciam em três meses, e o dinheiro estava na esfera PT-BES, nos cofres do GES, ninguém se pronunciou negativamente na prossecução desta vontade do BES. A informação sobre as fragilidades da ESI já eram conhecidas mas não foi dada importância nem se desconfiava que os parceiros financeiros, que privavam diariamente com a PT entrassem em incumprimento.

A entrada dos ativos da Oi que estava prevista para Abril foi adiada um mês, e efetivou-se a 5 de maio de 2014. Se o prazo não tivesse sido prorrogado talvez a situação da PT fosse menos crítica porque haveria a possibilidade de não ter sido feito o reinvestimento à data da maturidade e não atingir esta situação de não reembolso. A PT não conseguiu prever o desfecho e os riscos multiplicavam-se. Era o papel comercial sem reembolso e

empréstimos contratados para financiar o seu acionista. Uma sequência de problemas que apenas os altos quadros do GES e da PT sabiam e ocultaram da comissão de auditoria da empresa de telecomunicações, não apresentaram à consideração da Comissão Executiva ou do Conselho de Administração e negaram ter conhecimento do assunto, ou tão pouco da falta de lealdade dos parceiros. As relações pessoais que existiam internamente foram claramente punidas no relatório de auditoria da PwC mas inconclusivas nas relações entre a PT e as unidades do GES, por falta de informação obtida. Não se conseguia assacar responsabilidades sem que se apurassem as conclusões factuais e coincidentes porque as varias contradições arrastaram o processo até à identificação de arguidos.

Os mecanismos de controlo interno e decisão falharam porque a auditoria interna não funcionou corretamente no seu papel de fiscalização e controlo. Não dispondo das informações a auditoria tem de ir ao intrínseco dos problemas, questionar, escrutinar e substanciar toda a documentação subjacente aos investimentos, para que possa garantir qualidade da informação financeira prestada. Consequentemente os auditores externos têm o papel redobrado para garantir transparência dos documentos de prestação das contas ao mercado, sem irregularidades que possam deturpar as perspetivas dos investidores, uma vez que os riscos devem estar retratados na sua plenitude e com uma apropriada avaliação de peritos.

A comissão de auditoria da PT nunca se considerou culpada nesta avalanche de problemas porque argumentou que a ausência de informação sobre as aplicações de excedentes de tesouraria (que confirmou não saber) e o facto não ter sido dado conhecimento aos demais órgãos estava salvaguardado pela delegação de competências da PT (OS2504<sup>23</sup>). No entanto avaliação crítica contrapôs, dizendo: *“É entendimento da PwC que, a necessidade de recurso a financiamento para aplicar ou manter fundos em títulos do GES, não se enquadra na definição de excedente de tesouraria, pelo que estas aplicações não poderiam ter sido realizadas ao abrigo da OS 2504”* (PT (2015c), pp.23) e por isso conclui-se que o CEO e CFO não tinham autonomia para decidirem sozinhos, carecendo

---

<sup>23</sup> Informação do Relatório da Comissão Parlamentar de Inquérito à gestão do BES e do Grupo Espírito Santo, pp. 47, linha 1321-1326, sobre a Portugal Telecom (Saraiva, 2015) : *“A 11 de Dezembro de 2004 entra em vigor a ordem OS2504, que estipula a delegação das competências atribuídas à Comissão Executiva pelo Conselho de Administração em membros individualmente designados. Assim, o “Administrador Executivo responsável pela área financeira e o Director de Finanças Corporativas têm competência para proceder a aplicações dos excedentes de tesouraria, através de qualquer das modalidades legalmente admitidas, por prazos não superiores a 180 dias, e sem limite de valor.”*”

da aprovação do CA, precedido do parecer favorável da Comissão de Auditoria. Sem violação do regulamento interno, esta teria prevenido o risco de crédito e verificado a aplicação das políticas definidas para a gestão do risco das transações relevantes, segundo o princípio da diversificação dos investimentos, e atendendo às partes relacionadas envolvidas.

A CMVM na sua missão de supervisionar e regular o mercado de capitais não ficou imune à situação da PT SGPS e despoletou averiguações por suspeita de incumprimento das regras de governo societário. O Presidente da entidade relatou que a proteção dos acionistas da PT era um assunto do seu interesse e que apesar de ter poderes limitados nas questões do CSC, existem dois temas que admite serem da competência do regulador: a apreciação da informação dos R&C da PT, “(...)a partir do momento em que são aplicadas as IFRS (International Financial Reporting Standards), há a obrigação de identificar as transacções com partes relacionadas de forma explícita, coisa que não tinha sido feito e que, neste momento, já foi corrigida, mas, no entanto, isso não dispensa o correspondente processo de contraordenação por má informação e má aplicação das normas das IFRS” ; e a deteção de eventuais informações não verdadeiras nos relatórios da comissão de CG da PT, “porque a Portugal Telecom tinha uma série de mecanismos de decisão para as transacções com partes relacionadas, que envolviam vários órgãos e, aparentemente, esses mecanismos não foram respeitados.” (Saraiva (2015), pp.192-193)

A CMVM exerce as suas funções em prol dos investidores mas tem uma intervenção muito limitada no que concerne ao cumprimento dos mecanismos de governo societário, porque segundo o Presidente “(...) funcionamos ao nível de recomendações, mas podemos ver nos relatórios da corporate governance se a empresa disse que cumpriu esses mecanismos e se, de facto, não os cumpriu. Não temos, como já disse, avaliações sobre questões de idoneidade relativamente a administradores de empresas cotadas e, se calhar, devíamos ter (...).” (Saraiva (2015), pp.193). Pode sancionar as infrações mas o efeito recriminatório é pouco e quando há penas a aplicar, estas são leves. Torna-se importante que haja penalizações para o não cumprimento das regras do mercado e mecanismos dissuasores de maus comportamentos. Esta foi a atitude tomada pelo regulador do mercado de capitais, perante análise dos factos consumados e após investigação da complexidade do investimento da PT no GES, da qual apurou conclusões que a levaram a interpor um processo de contraordenação. Está na fase de defesa dos

arguidos, sendo eles os ex-CEO da PT, os CFO do BES e da PT, a Comissão de Auditoria da PT e a empresa PT SGPS (hoje Pharol). As acusações apontam para ações com dolo pelos membros executivos, falha nos deveres incumbidos à auditoria e violação do artigo 7º do Código dos Valores Mobiliários (CdVM)<sup>24</sup>.

*“As contas consolidadas de 2012, 2013 e o primeiro trimestre de 2014 contém informação que “não é verdadeira, não é completa e não é lícita”. A PT violou cinco vezes o artigo 7º do Código. Neste âmbito são imputadas cinco infrações (...) sancionáveis com uma coima de €25 mil a € 5 milhões”.* Excerto do artigo do Jornal Expresso (Campos (2016)).

A mesma atitude sancionatória, com argumentos coincidentes aos da CMVM, teve a *US Securities and Exchange Commission* que condenou a Pharol (antiga PT SGPS) a pagar uma pena civil no valor de 1,25 milhões de dólares (1,1 milhões de euros) e a *“cessar quaisquer condutas atuais ou futuras de violação do disposto nas Secções 13(a), 13(b)(2)(A) e 13(b)(2)(B) do Exchange Act. e Regras 12-b20, 13a-1, e 13a-16, do mesmo”* (Pharol (2016b)). Na sentença final do processo *Cease-and-desist* (SEC (2016)) a Pharol é acusada de violar as regras americanas em alguns dos seus princípios, à semelhança dos portugueses (e europeus). A divulgação da informação foi enganosa e imprecisa sobre os títulos de dívida emitidos por entidades do GES, cujo detalhe deveria ser mais exaustivo (principalmente) quando se tratam de entidades relacionadas e cujo risco de crédito é elevado e pouco diversificado (conforme norma IFRS nº. 7). A exigência de manter um sistema de controlo interno capaz de monitorizar o cumprimento das regras e o não desrespeito dos procedimentos internos para aprovação de transações foi outra falha condenada.

---

<sup>24</sup> (“CMVM”, 2016) Segundo CdVM consultado no site do regulador em:

<http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CodigosValoresMobiliarios/Pages/T%C3%ADulo-I-Disposi%C3%A7%C3%B5es-Gerais.aspx?v=>

*“Artigo 7.º - Qualidade da informação*

*1 - A informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociação, às actividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita.; 2 - O disposto no número anterior aplica-se seja qual for o meio de divulgação e ainda que a informação seja inserida em conselho, recomendação, mensagem publicitária ou relatório de notação de risco.; 3 - O requisito da completude da informação é aferido em função do meio utilizado, podendo, nas mensagens publicitárias, ser substituído por remissão para documento acessível aos destinatários; 4 - À publicidade relativa a instrumentos financeiros e a actividades reguladas no presente Código é aplicável o regime geral da publicidade.”*



## **Análise à luz de CG**

Os riscos estratégicos<sup>25</sup> são dos mais sérios numa empresa, mas normalmente os mais descurados por parte da administração (Tricker (2010)). Este investimento na Rioforte foi sinal de uma má gestão do risco, em que a PT não conseguiu prever que o incumprimento ocorreria, por se tratar de uma empresa do GES, o grupo do acionista BES, com o qual tinha uma relação longa, de confiança e parceiro financeiro. Os gestores devem tomar decisões e executar de forma cuidada e criteriosa, com a devida prudência face ao risco, para não ferir suscetibilidades dos intervenientes na vida da empresa, nomeadamente os investidores, acionistas, trabalhadores, clientes e credores. Todas as partes envolvidas merecem lealdade, têm o direito à informação e transparência dos atos.

Outro dos problemas foi a tomada de decisão de aplicações de tesouraria, pela Comissão Executiva, mas que pelo seu elevado montante e risco não poderiam ser consideradas de gestão corrente de excedentes de tesouraria. A PT aplicou o excesso de liquidez, desmobilizou depósitos e contraiu dívida para realizar esta aplicação. Foi uma decisão contrariada pelo CFO mas que por ordem do CEO teve de ser reinvestida e com aumento de maturidade. Por ser de elevado valor necessitava do parecer do CA precedido do da Comissão de Auditoria. Foi uma falha de governo, de ação com dolo dos membros executivos, que deixou marca na vida da PT e à data de hoje continua nas contas da empresa sem data prevista para resolução. Pelo facto de esta transação ter sido celebrada entre partes relacionadas agrava a falha de governo societário porque os termos e condições pela qual são pautados este tipo de relações não foram respeitados pelos administradores executivos. Este investimento não foi divulgado de forma clara e precisa no R&C na temática das partes relacionadas. Foi um financiamento avultado da PT ao grupo do seu maior acionista, o BES, titular de uma participação qualificada, cujas condições não foram celebradas a preço de mercado e cujo risco foi exponenciado de 750 para 897 milhões de euros

---

<sup>25</sup> “Riscos Estratégicos: Correspondem aos riscos dependentes de forças externas à PT SGPS e que podem afetar o seu desempenho, estratégia, operações e organização. Por natureza, as origens dos riscos da envolvente implicam que tenham que ser adequadamente antecipados os impactos associados e atempadamente identificadas a materialização dos fatores de risco associados, assim como a estratégia de mitigação em caso de crise.” (PT, 2014a, pp. 64)

A PT adotou o modelo anglo-saxónico e inerente a este, os mecanismos de controlo e avaliação, sistema de controlo interno e gestão de risco principalmente através da Comissão de Auditoria e de Governo Societário. Contudo falhas de governo ocorreram com exposição da PT à dívida do GES quando nos regulamentos internos permitiram a tomada de decisões de investimento sem restrição de valor, em relação aos excedentes de tesouraria e dispensaram a aprovação da Comissão de Auditoria das transações celebradas em condições de mercado com as partes relacionadas. Existem regulamentos legais que pautam os termos e condições das transações entre partes relacionadas, especialmente quando se trata de uma relação entre empresa e acionista e em que alguns gestores exercem cumulativamente funções em ambas as entidades, pondo em causa o conflito de interesses.

A gestão de risco não foi eficaz e a auditoria interna também falhou pelo facto de não fiscalizar devidamente este problema, a monitorização do sistema de controlo interno e das partes relacionadas. Falhou a auditoria interna mas a externa também permitiu que os resultados e as contas desse exercício fossem publicadas, com informações imprecisas e pouco transparentes, sem a devida avaliação do risco do papel comercial e do mercado, com omissão do beneficiário do investimento e das partes relacionadas.

Destas falhas pode concluir-se que a Comissão de Governo Societário, a Comissão de Auditoria e os Auditores Externos foram passivos e imprudentes nas suas funções. A primeira não foi capaz de identificar e reagir sobre a criação e substituição abusiva dos regulamentos internos, que se traduziram numa concentração excessiva de poderes nos administradores executivos e na ausência de avaliação pela Comissão de Auditoria, procedimentos que vão contra as melhores práticas de CG. Os restantes órgãos não foram capazes de detetar a ausência de análise de risco e de mercado e de cumprimento do critério de diversificação dos investimentos, assim como não apuraram a imprecisão das notas no R&C de 2013 e 2014. O CEO tinha o dever de fornecer informação ao presidente do CA e à Comissão de Auditoria, mesmo que não tivesse necessidade de a consultar, e por sua vez a Comissão de Auditoria deveria solicitar algum relatório descritivo da situação financeira para avaliar os riscos (por exemplo o *Tableaux de Bord*). Os riscos foram um dos grandes problemas na crise financeira global, e ocorrem porque não existe uma correta avaliação e gestão do mesmo, para além dos sistemas de incentivos dos

gestores que encorajam a assunção de riscos excessivos nas tomadas de decisão (Tricker (2010)).

Após o desfalque financeiro nas contas da PT, o *chairman* e o CFO demitiram-se dos seus cargos. Estas demissões foram vistas pelos investidores como uma perda de confiança nas pessoas e no cargo que ocupam, desde gestores a administradores. Existiram muitas partes envolvidas neste investimento, sem que a responsabilidade fosse imputada. A mensagem que a empresa passou no seu Relatório de Governo da Sociedade, de excelentes resultados no cumprimento das Recomendações da CMVM, não era eficaz porque não são apenas os códigos que ditam boas condutas mas as pessoas (que executam, supervisiona e decidem) que têm más práticas.

Este ativo tóxico no balanço da PT tornou inviável a fusão da PT com a Oi, apesar de se manter a operação de Combinação de Negócios, celebrada em 2 de outubro 2013 e deixou a empresa nacional de telecomunicações resumida a uma participação na Oi, os Instrumentos na Rioforte e a Opção de Compra sobre ações ordinárias e ações preferenciais da Oi (PT (2014a)).

Esta fase da vida da PT resume-se ao papel comercial sem reembolsos, empréstimos contratados para financiar o seu maior acionistas e problemas financeiros que apenas os altos quadros do GES e da PT sabiam e ocultaram.

*“Independentemente da elevada competência técnica do modelo organizativo, designadamente das suas funções de controlo interno (risco, compliance, auditoria), é impossível tudo controlar, tudo se conhecer e muito menos antecipar comportamentos, quando tais situações são originadas por um número restrito de pessoas, em total segredo, produzindo resultados em terceiras entidades, fora do controlo institucional, seja interno, seja dos órgãos de supervisão. Esta situação é uma limitação que sempre existirá, independentemente do refinamento dos modelos de governo societário ou das baias legislativas que se imponham, já que o problema está no cumprimento da lei por cada um e todos os seus destinatários. O que não se pode pretender é assacar responsabilidades colegiais pelo não cumprimento individual de determinadas obrigações, quando estas são impossíveis de ser detectadas, atente-se o tempo, o modo e o lugar em que ocorrem.”* Palavras de Rui Silveira, responsável pela área jurídica e de auditoria interna, ex-Administrador Executivo do BES, no Relatório da Comissão

Parlamentar de Inquérito à gestão do BES e do Grupo Espírito Santo (Saraiva (2015), pp.106).

## 5.5. A entrada na Oi e a fusão

No dia 28 de julho de 2010, A PT e a Telefónica concretizaram a venda da Vivo. Um negócio que começou por valer 5,7 mil milhões de euros pela participação de 50% da PT na Vivo, na véspera da AG houve revisão para os 7,15 mil milhões de euros mas o valor final de realização foram os 7,5 mil milhões de euros com pagamentos diferidos em três parcelas. Isto proporcionou ganhos financeiros para a Telefónica, reduzindo o custo final a pagar, pela diluição do pagamento no tempo.

Em simultâneo, com o *cash flow* da venda, celebraram a parceria estratégica com a Oi de compra da participação económica direta e indireta de 22,38%, pelo valor de 3,7 mil milhões de euros e a Oi adquire 10% do capital da PT (avaliada em 875 milhões de euros).

A compra da Telemar/Oi era um assunto que desde a derrota da OPA em 2006 mereceu especial atenção por parte dos administradores e acionistas, depois de a Telefónica ter apoiado a Sonae na condição de adquirir os 50% da Brasilcel detidos pela PT. Foram realizados estudos para avaliar os vários cenários de compra de uma participação na Telemar (a empresa que deu origem à Oi). Contrataram a Caixa BI (banco de investimento que opera com a PT) e o BESI (banco de investimento do grupo BES) para serviços de assessoria financeira sobre a operação SWAP, de troca de ações entre a PT e a Telemar. A PT investia 1,6 mil milhões de euros, adquiria controlo absoluto, garantia os cargos de chairman, CEO e CFO na Telemar, que estava avaliada em cerca de 3,2 mil milhões de euros, com intuito de promover a fusão entre ambas e criarem um operador multinacional. Por contrapartida os acionistas da Telemar entravam em 10% do capital da PT.

Os acionistas da operadora brasileira não ficaram satisfeitos com a proposta porque pretendiam dinheiro e não uma participação da PT. Do lado da PT, o CFO considerou a avaliação elevada, a CGD e outros acionistas ligados ao Estado não pretendiam avançar com a compra, pelo seu valor e pelas avaliações técnicas da empresa. Em reunião do CA, no dia 28 de maio de 2007, deliberaram que a CE teria de continuar a procura de opções estratégicas alternativas (Machado e Martins (2015)). O CEO da PT iniciou contactos com o líder da construtora Andrade Gutierrez (acionista da Oi) e o chairman da Telemar para negociação de participações no capital mas destas conversações não houve resultados. A comunicação feita ao mercado não cumpriu com as exigências legais de informação respeitante a instrumentos financeiros e a CMVM aplicou uma coima de 40

mil euros. Houve violação do dever de qualidade de informação (artigo 7.º, n.º 1 do CdVM) pelo facto de esta não ter sido completa, clara e apresentar-se obscura, vaga, ambígua, imprecisa e inexata. Omitiram uma deliberação do CA e os contactos estabelecidos pelo CEO com os acionistas da Telemar, segundo divulgação da CMVM (CMVM (2008)).

O CEO da PT procurou junto do presidente da República Portuguesa contactos de ligação ao presidente do Brasil para as negociações da Telemar e foi sugerido o ex-ministro da Casa Civil da Presidência da República do Brasil, dono da JD Assessoria e Consultoria, empresa contratada para apoiar as movimentações da PT no Brasil, juntamente com a LSF e Associados. Esta contratação foi efetuada pela Ongoing, por intermédio do presidente do CA e um administrador, que eram pessoas influentes e com contactos de negócios.

O parecer dado pela BESI para uma possível aquisição de 50,14% da participação da Telemar, que garantia uma posição maioritária, controlo de gestão e a nomeação de um CEO salientava a importância de não ficar com uma posição minoritária. Os acionistas da Oi, a Andrade Gutierrez e o Grupo La Fonte/Jeirissati, propuseram uma participação nas suas holdings, que têm uma posição de 10% na Telemar, a aquisição direta de 9% da nova empresa Oi (Telemar incorporou ativos e passivos da Brasil Telecom dando origem à Oi) e 10% de fundos de pensões com capital na Telemar. Isto daria uma posição minoritária à PT de 29,7% na Telemar, 32,7% na Oi e um lugar no CA da Telemar pelo custo de 3,812 mil milhões de euros em contrapartida da aquisição de 25% da PT pela Telemar pelo montante de 2,1 mil milhões de euros.

O uso da *golden share* na venda da Vivo causou alguns prejuízos nas negociações pela Telemar pois reforçou o poder negocial dos brasileiros (Rosa (2017)). A Telefónica aumentou a sua oferta de compra da Vivo e a PT tinha um substituto para esse negócio, a Oi.

Os 3,7 mil milhões de euros da parceria estratégica com a Oi contemplam as seguintes participações: 1,417 mil milhões de euros para adquirir 35% do capital da Andrade Gutierrez e o Grupo La Fonte/Jeirissati, acionistas da Telemar que tem controlo sobre a Oi; 500 milhões de euros por 10% dos fundos estatais que participam no capital da Telemar; 1,861 mil milhões de euros pelo aumento de capital na holding e nas

participadas da Telemar (PT (2010a), Rosa (2017)). Esta parceria permitiu adquirir uma posição minoritária sem controlo de gestão de 12,07% na holding Telemar, concedendo o direito de nomear dois membros (um suplente) do CA e a consolidação proporcional da sua posição na Telemar, a qual consolida integralmente o grupo Oi.

Em Maio de 2007 a administração e os acionistas de referência da PT recusaram a compra de 50% da Telemar por 3,2 mil milhões de euros e optaram pela parceria estratégica de 3,7 mil milhões de euros para aquisição de 22,38% da Oi.

Em Outubro de 2013 a Oi e a PT celebraram um Memorando de Entendimentos para consolidação da aliança que teve um custo de 1,7 mil milhões de euros. Este valor resulta da incorporação de ativos e passivos da PT na Oi para fusão das sociedades, que somando ao valor inicial de compra resulta em 5,4 mil milhões de euros pela Oi. Este memorando foi comunicado à CMVM (PT (2013)) dando a conhecer os princípios essenciais da fusão entre a PT, a Oi e as holdings da Oi com intuito de criar uma sociedade única e integrada, cotada na bolsa do Brasil, a CorpCo.

Até à constituição da nova sociedade foi necessário a aprovação por todos os acionistas das operadoras, pelas autoridades reguladoras das telecomunicações e concorrências, pela CMVM e pelos credores e posteriormente realização do aumento de capital. Ocorreu a 5 de Maio de 2014, bem como a transferência dos ativos da PT para a Oi, após aprovação por maioria de votos na AG da PT e da Oi celebrada a 27 de março. Neste mesmo ano foi assinado um Memorando de Entendimento entre a PT e a Oi para reafirmarem o acordo de fusão depois da informação de não liquidação do investimento em dívidas da Rioforte. Em comunicação oficial à CMVM a PT irá receber da Oi a dívida da Rioforte, por contrapartida de ações ordinárias e preferenciais desta. Em contrapartida será atribuída uma opção de compra para readquirir as ações da Oi objeto da Opção (PT (2014a)).

Dada a exposição da PT ao risco da Rioforte vários acontecimentos ocorreram: a renúncia de dois administradores da PT representantes da Oi; o acordo de fusão modificado e a PT com uma situação fragilizada; o CEO e *chairman* da PT desconsiderado para o cargo de vice-presidente do CA da CorpCo conforme estava previsto no acordo inicial de fusão. A administração da PT esclareceu que as aplicações no papel comercial não foram discutidas nem aprovadas pelo CA e CE e que o seu reembolso não tinha previsão de pagamento por isso a situação de liquidez financeira ficaria frágil. Como consequência,

o CEO/*chairman* da PT demitiu-se dos cargos que ocupava. A PT em esclarecimentos prestados confirmou que no ano de 2013 tinha aplicações de tesouraria e concentração de depósitos no GES, parte relacionada do grupo.

A 8 de setembro 2014 foi aprovado o novo acordo com a Oi, com 98,25% dos votos do capital presente. Deliberaram adaptar o memorando inicial, face aos acontecimentos decorridos, com intuito de concretização da Combinação de Negócios (PT (2014b)). O CEO da Oi depois deste novo acordo aprovado apresentou a sua demissão.

### **Análise à luz de CG**

Atualmente, as duas empresas têm participações acionistas cruzadas: a PT detém 27,18% da Oi e esta participa em 10% do capital da operadora nacional (PT (2016)). A parceria estratégica, celebrada entre duas entidades relacionadas pelo cruzamento de participações, poderá trazer problemas de governo de sociedade porque há o risco de estas obterem vantagens para satisfação dos seus interesses em prejuízo de outros acionistas e da sociedade.

O processo que antecedeu a compra da Oi teve muita envolvimento política, dos acionistas de referência da PT e dos acionistas da Oi. A parceria estratégica gerou *cash flow* para a Oi, para reforço do seu balanço, distribuição aos acionistas e liquidação de dívidas. A PT, entre as opções que foram debatidas e apresentadas nos relatórios dos consultores financeiros, não escolheu a opção mais favorável para si.

As partes interessadas nos negócios tentam acordar as condições que satisfaçam ambos, contudo os interesses são divergentes e nem sempre é possível encontrar um equilíbrio. A PT começou o negócio da Telemar oferecendo 3,2 mil milhões por uma participação maioritária mas os acionistas e administradores consideraram avultado. Contudo, realizaram o negócio por um valor superior, numa posição minoritária da Oi e sem poder de gestão. Daqui pode deduzir-se que houve falha de governo porque os acionistas de referência tentaram manter controlo de toda a situação, ocultando informação relevante para o mercado, para os restantes acionistas e para a empresa. A não divulgação de informação de forma clara, completa e o encobrir dados relevantes põe em risco a tomada de decisões por parte da administração e acionistas. A PT teve uma falha declarada ao nível da qualidade da informação prestada, punida pela entidade reguladora do mercado,



a CMVM. Ocultaram as entidades que foram contactadas no âmbito do negócio de compra da Telemar e isso levanta a questão sobre a mudança de opinião dos acionistas e da equipa de gestão face ao valor a pagar pela Oi, com menores privilégios, ou seja, não houve alteração dos quadros administrativos nem dos acionistas de referência mas os 3,2 mil milhões de euros considerados excessivos pela Telemar vieram a ser superiores e com menos privilégios para a PT. Foi uma compra de ativos cujo valor de compra era muito superior à sua avaliação e por isso pode deduzir-se a existência de interesses secundários subjacentes.

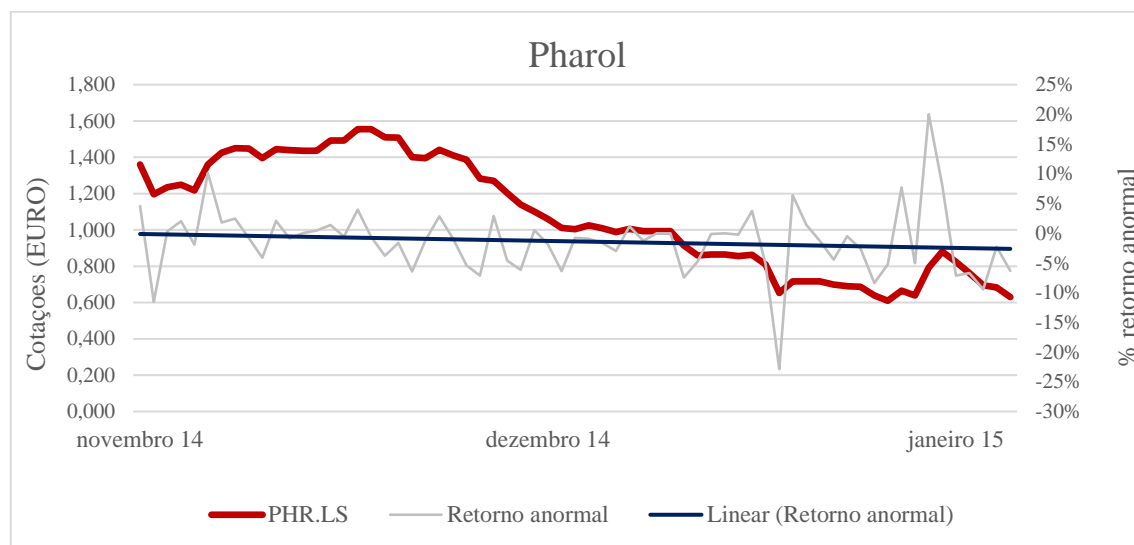
Os analistas financeiros avisaram para os riscos desta operação, nomeadamente, a necessidade da Oi investir em tecnologia, necessitar de capital para liquidação das suas dívidas e ser uma empresa muito grande mas endividada. Os acionistas da Oi tentaram controlar o negócio para que este se realizasse ao melhor valor, porque existia alguma pressão para melhorar a sua situação líquida via redução dos passivos. A troca de contactos entre o BES e os acionistas da Oi permitiram que estes liquidassem as dívidas junto do banco estatal brasileiro e por sua vez, a PT/Oi financiava o GES por um valor idêntico. Acordos entre partes relacionadas, que segundo o inquérito parlamentar à gestão do BES, permitiram a defesa dos interesses dos parceiros estratégicos, nomeadamente do BES e da Oi mas a PT não viu os seus interesses tão bem defendidos (AR (2014)). O GES entrou em insolvência, as aplicações em papel comercial da Rioforte não têm reembolso previsto, a Oi desvalorizou (face ao momento da compra pela PT), as suas dificuldades financeiras agravaram-se, a PT Portugal foi vendida à Altice e houve diminuição do peso dos acionistas nacionais na Oi causados pelo impacto do BES.

Este negócio está nas mãos do Ministério Público por causa das relações financeiras entre o BES, a Oi e a PT e dos benefícios financeiros, nomeadamente compensações e pagamentos ilícitos não definidos nos acordos.

A PT teve falhas de governo pelo tipo de gestão que os administradores e acionistas conduziram e que levou à destruição de valor da PT. Este é um desafio do Ministério Público “...encontrar respostas para o facto de a maior empresa nacional — a PT —, com excedentes de tesouraria que chegaram a totalizar mais de três mil milhões de euros, não ter resistido, em Julho de 2014, à perda de 897 milhões da exposição ao GES.” (Ferreira (2017)). Os danos traduzem-se em três factos: o acordo de 5,4 mil milhões de

euros da PT com a Oi que hoje valem menos de 200 milhões de euros; a PT era a fonte de dinheiro para as partes interessadas; a PT envolveu-se demasiado com partes relacionadas para gestão do seu negócio, nomeadamente os acionistas de referência (BES, Ongoing, CGD e Oi), as figuras de poder político, alguns gestores portugueses, os detentores do capital da Oi, os donos da Andrade Gutierrez e La Fonte, do Grupo Jereissati (Ferreira (2017)).

## 5.6. A venda da Portugal Telecom à Altice



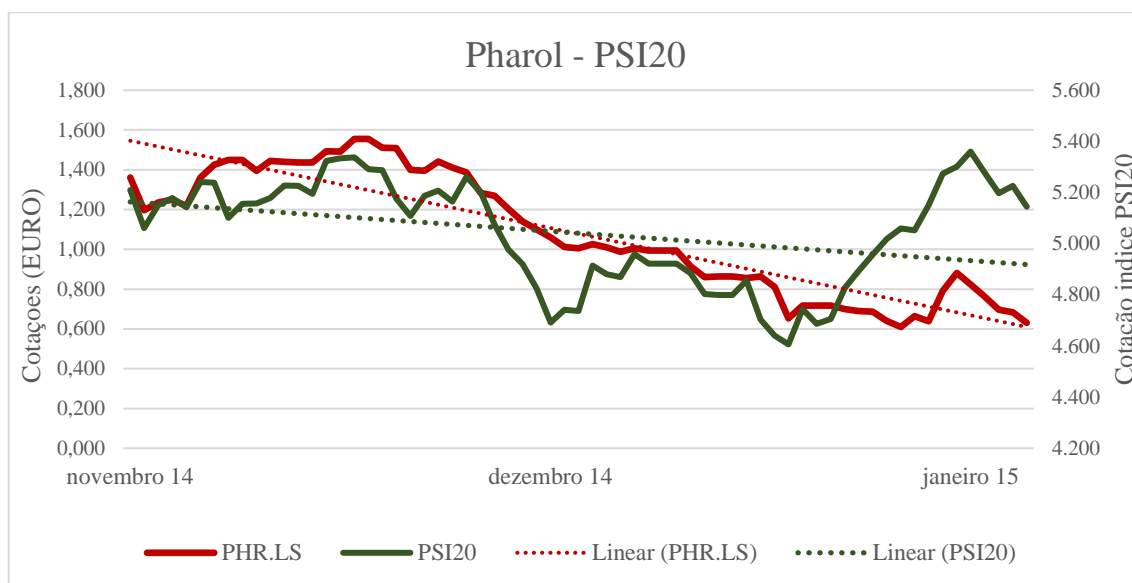
**Gráfico 4:** Cotações bolsistas da Pharol de novembro 2014 a janeiro 2015

(Fonte: Datastream)

A maior perda de valor da Portugal Telecom em 22 anos na BVL.

Em Dezembro de 2014, a PT foi perdendo valor dia após dia, com retornos anormais acumulados (a 5 e 10 dias) durante 38 dias consecutivos, atingindo o pico de perda relativa no dia 7 de janeiro de 2015, com uma queda de 21,67%. No entanto, é neste mesmo período que a PT alcança o maior ganho relativo, em todo o seu histórico bolsista, 21,47%, pondo fim a um mês e meio de retornos anormais acumulados. Este longo período de queda trouxe para os investidores retornos anormais acumulados negativos que ascenderam a 80% (RAA a 5 dias) e 63% (RAA a 10 dias), com início a 1 de dezembro de 2014 até 22 de janeiro de 2015 (Anexo 3). O principal índice da bolsa de Lisboa teve oscilações positivas mas maioritariamente negativas pela influência de fatores internos e externos.

O PSI 20 acompanhou o sentimento negativo das principais praças europeias após o BCE (Banco Central Europeu) revelar a necessidade de criação de mais medidas de estímulo económico, tentado contrariar a queda acentuada do preço do barril de petróleo, a instabilidade na Grécia pelo clima de incerteza política que se vivia e os dados económicos negativos na China, uma força mundial com grande influência nas economias desenvolvidas.



**Gráfico 5:** Cotações da Pharol e do índice PSI20 de novembro 2014 a janeiro 2015

(Fonte: Datastream)

Não eram apenas as influências europeias e mundiais a arrastar o PSI 20 para quedas acentuadas; em Portugal as 18 ações do índice perderam valor durante este período do final do ano de 2014, mas foi notória a carga negativa que a PT SGPS teve, em parte pelos acontecimentos no Grupo Espírito Santo. Eram apenas 18 cotadas porque no dia 9 de Dezembro a ESFG e o BES foram retirados do índice português por não cumprimento dos limites mínimos definidos pelos regulamentos da Euronext<sup>26</sup>, por esse motivo o PSI20 apresentava-se mais frágil em termos de volume de negócios e a bolsa portuguesa debilitada. Não havia nesta altura forma de recompor o índice porque as empresas cotadas fora dele não cumpriam os requisitos, nomeadamente a dimensão.

Esta perda de valor era uma situação que vinha desde a crise e consequente implosão do GES, levando ao desaparecimento do BES a 3 de Agosto de 2014 e afetou de forma vigorosa e negativa a economia portuguesa, principalmente o setor bancário e a PT, pelo

<sup>26</sup> “Segundo as regras da Euronext, para uma cotada integrar o PSI 20 tem de ter uma capitalização bolsista ajustada ao ‘free float’ [o valor de mercado das ações livres que não sejam detidas por investidores com mais de 5% da cotada, excluindo fundos de investimento e de pensões] de 100 milhões de euros. Não havendo o número suficiente de cotadas a cumprir este critério, o índice fica com menos de 20 empresas.” Excerto do artigo “Euronext decide que PSI 20 continua com apenas 18 cotadas” do jornal Económico de 3 de março de 2015. (Barroso, 2015)

facto de ter um investimento de 897 milhões de euros na Rio Forte Investments, SA., empresa do GES. No dia 8 de dezembro de 2014 o Tribunal do Comércio do Luxemburgo, país onde estava sediada a Rioforte anunciou a falência da empresa e negou a gestão controlada da *holding*, após recurso interposto pela mesma. Esta insolvência refletiu-se na cotação das ações da PT.

Em Dezembro de 2014 a PT estava a perder mais de 7,2% após divulgar os prejuízos do terceiro trimestre de 2013 que ascenderam a 283,6 milhões de euros, fortemente afetados pelas quedas nas cotações das ações da Oi, que nesta data caíam 7,25% na bolsa de São Paulo. Havia a influência das cotações da Oi nas contas da PT SGPS porque em maio de 2014 os ativos operacionais da PT Portugal (telecomunicações) foram integrados na Oi e o ativo da PT SGPS resumia-se a uma participação direta e indireta de 39% da Oi, contabilisticamente registada ao valor de mercado das ações. Não eram apenas os resultados que impactavam na perda potencial de riqueza, também o anúncio confirmado pela Oi, no dia 1 de Dezembro, de que durante 30 dias estavam em negociações exclusivas com a empresa francesa Altice para venda da PT Portugal, a empresa operacional com as marcas Meo e Sapo. A aprovação unânime do CA da operadora brasileira, para avançar com venda, gerou perdas de 16% nas cotações e um retorno anormal acumulado de 12%. Esta proposta estava aprovada parcialmente mas teria de haver o parecer da Assembleia Geral da PT SGPS e da autoridade reguladora da concorrência. A decisão final seria tomada no dia 12 de janeiro de 2015, data agendada para AG de acionistas. No entanto, não foi nesta data que os factos ficaram consumados porque investigação e pedidos de esclarecimento estavam a decorrer na PT SGPS.

No dia 7 de janeiro de 2015 verificou-se a maior perda bolsista da PT SGPS chegando ao mínimo histórico de 0,653 cêntimos de euro, arrastando consigo o índice PSI20 e contrariando a tendência de recuperação das praças bolsistas europeias. Existia uma forte instabilidade nos mercados desencadeada por uma queda abrupta do valor das ações da PT, superior a 10%, e que por esse motivo a CMVM proibiu a prática de vendas a descoberto (*short-selling*) na negociação destes títulos, ou seja, os investidores não podiam beneficiar desta desvalorização para investir e obter potenciais lucros, durante todo o dia de 8 de janeiro. Esta desvalorização ocorreu porque a Oi estava a perder valor (16,7% para 6,46 reais), a venda da PT Portugal à Altice estava pendente de decisão e a sede da PT SGPS e os escritórios da PwC tinham sido alvo de buscas judiciais para

obtenção de informações exigidas pela CMVM, antes da AG da PT SGPS de 12 de janeiro. Dia 9 de janeiro por decisão da CMVM, as ações da PT SGPS estiveram suspensas de transação. Não houve negociação até que as informações requeridas pelo regulador fossem prestadas e os acionistas vissem os seus direitos salvaguardados.

### **A CMVM e a salvaguarda dos direitos dos acionistas**

A PT Portugal, alvo de interesse de compra por parte dos franceses da Altice, é propriedade da Oi, e a sua administração já aprovou a venda. Contudo, e apesar da PT SGPS não ser a dona da PT Portugal, é acionista da Oi e por isso entende-se que esta operação exija a aprovação em AG de acionistas, conforme consta no documento informativo da venda da PT Portugal, nos termos do contrato celebrado com a Altice e administração da Oi (PT, 2014d).

Para que seja tomada uma decisão assertiva, cujo impacto económico é significativo em Portugal, no Brasil e consequentemente ao nível europeu das telecomunicações, é necessário que estejam em cima da mesa todos os dados relevantes, sem omissões ou privilégios nas informações e para todos os presentes, nomeadamente os acionistas. A entidade reguladora, aliada às queixas dos acionistas da PT SGPS, pretendiam que o relatório de auditoria da PwC fosse entregue e conhecidos os resultados sobre a relação da empresa com a Rioforte, as aplicações efetuadas, o empréstimo de 897 milhões de euros e as perdas inerentes a isso, antes de ocorrer a Assembleia Geral. Estas diligências podiam ditar o adiamento da AG, marcada para dia 12, e na altura seria a decisão mais correta porque o clima de tensão e instabilidade exercia pressão vendedora sobre os acionistas da PT SGPS. A administração não pretendia adiar nem desmarcar a AG mas em comunicado à CMVM ressalva que *“Estando a Assembleia Geral regularmente convocada, só os accionistas da PT SGPS poderão, se assim o entenderem, decidir suspender a sessão, nos termos do artigo 387º do CSC”* (PT (2015b), pp.2)

A PT SGPS e a Oi estavam desde outubro de 2013 num regime de “Combinação de Negócios”, uma fusão amigável, cujo propósito era consolidar a aliança entre a PT SGPS e a Oi, com o objetivo de desenvolver um projeto de telecomunicações a uma escala global, denominado “Aliança Industrial”, conforme Memorando de Entendimentos (PT (2013)). Com o aval positivo da AG de acionistas da PT SGPS, para venda da PT Portugal

à Altice, ficava no ar a dúvida sobre o que iria acontecer a seguir e quais as consequências, pelo facto de existirem várias etapas na combinação de negócios, nomeadamente aumento de capital da Oi, incorporação de ações e por fim a fusão da PT por incorporação, as quais teriam de ser revistas. O objetivo patente nesta venda era a redução da dívida da Oi, para se colocar a situação de endividamento otimizada, dando maior folga para acelerar a consolidação no Brasil. Aparentemente, os propósitos estavam enviesados dado que esta alienação significava a saída da Oi do mercado português e inexistência de um negócio operacional de telecomunicações para aliar ao brasileiro.

*“A aprovação da proposta de venda da PT PORTUGAL representará o abandono do objectivo de existência de “um operador de telecomunicações líder, cobrindo uma área geográfica de 260 milhões de habitantes e cerca de 100 milhões de clientes” deixando a Oi de deter qualquer activo operacional localizado em Portugal.”* (PT (2015d), pp.7).

Devido a este desenrolar de acontecimentos a CMVM alertava para a importância de adiar a reunião magna de acionistas. Existiam acionistas que não dispunham de toda a informação relevante que permitisse avaliar prós e contras da venda e já tinham votado por correspondência mas ainda poderiam, em tempo útil, alterar a sua decisão e mudar o sentido de voto, depois de conhecerem os detalhes do relatório da PwC sobre os investimentos da Rioforte, e da verdadeira responsabilidade que Oi tinha ou não na aplicação no papel comercial do BES. Por outro lado, os obrigacionistas também tinham o seu direito de audição sabendo que a combinação de negócios estava a ser alterada, de modo a garantir que as bases legais para resolução dos contratos com a Oi estavam sustentadas.

Na linha da frente da oposição desta venda estavam os pequenos acionistas que endereçaram uma carta ao CA da PT SGPS para interrupção do negócio ou sua anulação caso os acionistas da AG não usassem o seu poder de veto. Alegavam que o direito fundamental da informação do acordo de combinação de negócios estava a ser desrespeitado e violadas as premissas; estavam dispostos a voltar à situação anterior a este prospeto. O mesmo sentimento foi relatado pelo presidente da mesa da AG da PT SGPS, numa carta dirigida, em 25 de novembro 2014, ao presidente do CA, com dois pareceres jurídicos: *“Ambos consideram que a Oi não pode à luz dos contratos com a PT SGPS vender o 'ativo PT': tal representaria uma quebra flagrante da letra e do espírito*

*dos contratos celebrados. O Conselho de Administração da PT SGPS tem competência para intervir neste domínio, em nome dos contratos em causa" ( PT (2015d), pp.25).*

Os sócios mereciam lealdade por parte da administração, por isso não se entendia como era possível prosseguir com o objetivo que tinha sido devidamente delineado, revisto e autorizado (a permuta das ações e a opção de compra, no pressuposto da constituição de um operador de telecomunicações líder) quando uma das partes, a Oi, contrariava o Memorando. Esta combinação de negócios parecia uma fraude aos olhos do mercado, dos seus próprios acionistas e da PT.

Um dos pareceres conclui sobre a importância que deve ser dada, pela administração, à dimensão estratégica da atividade da PT SGPS porque não são apenas os números que interessam mas o dinamismo que existe no negócio. “ *A PT, SGPS, SA configura-se, na realidade, como holding de direção e não como holding meramente financeira, pelo que os seus objetivos implicam intervir ativamente na vida das participadas como forma indireta de exercício da atividade económica, ao invés de ter apenas como objetivo a rentabilização do investimento através da gestão das participações*” ( PT (2015d), pp.43-44).

## **A alienação da PT Portugal**

No dia 12 de dezembro de 2014, 50% dos acionistas reuniram-se para a deliberação de venda da PT Portugal à Altice, contudo houve suspensão dos trabalhos da AG, com 90,3% de votos favoráveis ao adiamento para dia 22 de janeiro de 2015.

No dia das decisões os franceses da Altice conseguiram comprar a PT Portugal com uma decisão quase unânime da AG de acionistas da PT SGPS, que aprovaram a venda com 97,81% dos votos favoráveis, num quórum de 44% de acionistas presentes ou representados.

A Oi alienou a totalidade das ações de emissão da PT Portugal à Altice Portugal, SA, representante legal do Grupo no mercado português, cujas obrigações são solidariamente garantidas pela Altice, SA, sua empresa mãe, sediada no Luxemburgo. A venda foi celebrada por 7,4 mil milhões de euros, o valor da empresa, ajustado de caixa e dívida



(*enterprise value*) dos quais 500 milhões de euros terão pagamento diferido (*earn-out*) em função das metas de rentabilidade e vendas da PT Portugal.

Foi um dia marcado pela maior valorização diária da PT SGPS em toda a história de cotada. Houve um ganho relativo de 23,94% que se traduziu numa cotação de 0,792 euros e uma capitalização bolsista de 710,0 milhões de euros. Foi o fim de um período de quedas sucessivas e de perdas de riqueza.

Durante este período os assuntos que predominavam na esfera da PT SGPS era a problemática do investimento na Rioforte, as buscas judiciais, os relatórios de auditoria da PwC que detalhavam os problemas inerentes ao papel comercial e à informação genérica da política de gestão de risco das aplicações a curto prazo, e a venda do negócio das telecomunicações, a PT Portugal à Altice. Contudo houve uma OPA não hostil (oferta pública geral e voluntária) colocada à PT SGPS que terminou sem sucesso. Foi colocada pela Terra Peregrin – Participações SGPS da empresária angolana Isabel dos Santos, no valor de 1,21 mil milhões de euros, que corresponde a 1,35 euros por ação. O interesse por detrás desta oferta foi a aquisição de uma participação relevante no capital da Oi. Uma oferta meramente estratégica para potenciar a capacidade tecnológica da PT e reforçar a estratégia da Oi nas telecomunicações num plano crescimento sustentado a longo prazo. Foi uma intenção que não avançou porque a CMVM considerou que o valor da OPA teria de ser superior, tendo em consideração o critério do preço médio ponderado dos últimos seis meses antes da oferta, o qual não foi do consentimento da Terra Peregrin. No comunicado feito ao mercado a oferente argumenta que a contrapartida proposta é equitativa e está devidamente justificada, tendo em conta a volatilidade e instabilidade do preço das ações no mercado. *“Durante este período de seis meses foram divulgados factos excecionais atinentes à PT SGPS até então imprevisíveis e desconhecidos do mercado que tiveram um impacto acentuado na evolução bolsista das ações da PT SGPS, ação com elevada liquidez. A Oferente refere-se, designadamente: (i) ao não cumprimento do reembolso dos Instrumentos Rioforte à Oi, S.A. (adiante designada “Oi”); (ii) ao subsequente acordo quanto aos novos termos da combinação de negócios entre a PT SGPS e a Oi (16 de julho de 2014), tal como aprovados na assembleia geral da Sociedade Visada de 8 de setembro de 2014; e (iii) à decisão do Tribunal de Comércio do Luxemburgo, em 17 de outubro de 2014, de não aceitar o processo de “gestão controlada” da Rioforte”* (Peregrin (2014), pp.1)

## **Análise à luz de CG**

Este foi mais um dos negócios da Portugal Telecom que gerou perdas de riqueza para os acionistas e investidores e perda de valor da empresa. A operadora de telecomunicações, que em tempos áureos foi líder de mercado nacional, ousada na expansão internacional e com uma política de dividendos muito atrativa, estava em 2015 reduzida a uma mera gestão de participações e uma dívida de papel comercial. A perda de valor da empresa e das suas cotações bolsistas impediram a continuidade de negociação na bolsa de valores americana NYSE por não cumprimento dos critérios mínimos. A cotação média de fecho da PT esteve durante 30 dias consecutivos de negociação em valores abaixo do limiar do 1 dólar. Isto ditou o seu fim na bolsa de valores Nova Iorque, com data efetiva de 30 de março (último dia de transações foi 27 de março de 2015) (PT (2015a)).

A venda da PT Portugal ao grupo Altice significou uma passagem da dívida do investimento da Rioforte para as contas da PT SGPS e a alienação das operações da Meo para os franceses. Foi uma decisão que, à luz de CG careceu de informação divulgada aos acionistas e aos trabalhadores, pondo em risco os seus direitos. Havia muitas dúvidas de qual que seria o futuro dos contratos dos trabalhadores e das condições da venda da PT Portugal. A Oi enquanto sua acionista tomou a decisão de venda porque tinha interesse nos *cash flows* que daí advinham, para fazer face à sua situação financeira. O acordo celebrado de Combinação de Negócios não parecia ser a prioridade da Oi, que tirou proveito da venda da PT e da liquidez gerada, para satisfazer os seus interesses nas operações domésticas. Depois de saberem que a PT SGPS financiava as empresas do GES e de ter a PT como seu ativo, colocou-a à venda.

Neste período a administração manteve-se numa posição neutra, sem parecer sobre o tema, com uma gestão limitada, após a PT ter sido alvo de uma OPA da Terra Peregrin. Esta OPA caiu mas a administração da SGPS deixou a decisão de venda nas mãos dos acionistas de referência da PT SGPS (Novo Banco – derivado do antigo BES – Ongoing, Oi e Fundos de Investimento Estrangeiro). Cerca de 61% do capital está na mão dos 20 maiores acionistas da PT, sendo que os acionistas de referência controlam cerca de 37,5% do capital por isso a venda da Altice dependia destes. Apesar da PT Portugal pertencer à Oi, esta última é uma participada da PT, por isso tem direito à tomada de decisão. Foi

uma venda aprovada por maioria de votos em AG de acionistas, uma vez que parecia não haver melhor alternativa.

Segundo os analistas, esta venda era inevitável porque após incumprimento do acordo de fusão entre a PT e a Oi, na sequência do não reembolso do investimento em dívida da Rioforte, e da fragilidade financeira que a Oi apresentava, o encaixe de 7,4 mil milhões de euros seriam úteis (Suspiro (2014)). Na perspetiva dos analistas, após a venda do negócio das telecomunicações a PT não tinha nada em Portugal deste setor, apenas no mercado brasileiro por intermédio da participação na Oi. O serviço de telecomunicações que existe no mercado português é um ativo nas mãos de estrangeiros, a Altice. *“A PT SGPS é uma ‘holding’ sem atividade operacional em Portugal. De telecomunicações não tem nada.” “A PT teve momentos de glória e foi a jóia da coroa da bolsa e economia portuguesa mas, como todas as grandes empresas portuguesas, são vítimas de si próprias e dos seus acionistas gananciosos por dinheiro e poder.”* Excertos de Pedro Lino, administrador da Dif Broker (Godinho (2015)).

As opiniões não eram unânimes mas aquilo que se questionava era a permanência ou não na bolsa de valores. Para uns analistas, os ativos da PT SGPS são meramente participações, sem qualquer atividade operacional, enquanto outros defendiam que esta tem um *free float* interessante para uma eventual OPA, capaz de a tirar de bolsa, e há quem diga que a sua permanência faz sentido mas não como referência no índice do mercado português, o PSI 20.

Nesta fase da vida da PT podemos identificar a carência de informação divulgada como uma falha de governo da sociedade. O princípio da transparência foi violado e a relação de confiança entre a empresa, acionistas, o mercado e os restantes *stakeholders* estava em risco. Os analistas sentiam-se desapontados e com menores expectativas da capacidade da empresa para gerar valor. As partes queriam saber qual a responsabilidade da Oi na aplicação do papel comercial do BES, uma vez que afirmava não ter conhecimento ou estava a prestar informações falsa com intuito de esconder o problema.

## 6. Conclusão

A problemática do *Corporate Governance* é um tema corrente da economia mundial, com múltiplas abordagens, que tem sido o ponto de partida de muitos estudos científicos e académicos. Neste trabalho o objeto de estudo foram alguns momentos do percurso da Portugal Telecom, à luz das teorias de *Corporate Governance*.

A PT foi uma empresa de telecomunicações e hoje (Pharol) é uma gestora de participações sociais, que entrou no mercado de capital aberto no ano de 1995, com as ações a valerem 2,33 euros, viveu períodos de muita volatilidade bolsista e passados 22 anos (o estudo baliza o período em bolsa de 2 de junho de 1995 até dia 2 de junho de 2017) perdeu cerca 89% do seu valor. Analisando o seu trajeto na bolsa de valores, com recurso à metodologia de estudo de eventos, foram identificados os períodos de maior perda de riqueza, que tinham retornos anormais acumulados negativos significativos. Numa análise posterior, com recurso à metodologia de estudo de caso, investigamos documentos oficiais da empresa, do regulador do mercado (CMVM), relatórios e contas, relatórios de governo da sociedade, comunicados oficiais e notícias da comunicação social. Com esta compilação de dados o que se pretende é identificar as causas subjacentes aos momentos de retornos anormais negativos e perceber o que aconteceu em termos de Governo da Sociedade, que possa ter contribuído para estas quedas.

Da análise feita conclui-se que existiram fraquezas de *Corporate Governance* na PT, nos períodos selecionados para estudo. Apesar de os relatórios de Governo da Sociedade apontarem para níveis elevados de cumprimento, isto é um mero formalismo que não reflete a verdadeira realidade que está por detrás das práticas de governo.

Alguns dos problemas identificados nos atos da PT foram a influência significativa das partes relacionadas, em transações financeiras de elevado valor, assim como os acordos estratégicos delineados em conjunto para manter o controlo. Os financiamentos diretos com acionistas requerem uma comparação com o mercado para que não haja disparidades contratuais que possibilitem benefícios para as partes (face ao mercado). Apesar de a PT ter uma limitação de votos, para evitar a influência significativa dos grandes acionistas, a quota-parte dos acionistas com participações qualificadas uniram-se algumas vezes (para alinhamento de interesses) e procuraram mais reforço de posição, para conseguirem vetar negócios e operações. Foi o caso da OPA da Sonae, em que houve reforço da base

acionista, assim como alterações dos cargos de gestão de topo, de modo a conseguirem mais aliados ao veto e ao alinhamento de interesses. Não é só o interesse dos acionistas com os gestores que tem de ser alinhado, mas também o interesse dos diversos acionistas, porque nem sempre coincidem. Os acionistas devem escolher as pessoas que consideram certas (pelas qualificações e capacidades que têm para desempenhar um papel) para os cargos de gestão, assim como têm a responsabilidade de os avaliar na execução das tarefas operacionais e das práticas de governo.

A *golden share* do Estado (acionista da PT) foi outro problema de governação da sociedade porque o desalinhamento entre a vontade do Estado e a dos acionistas levou-o a usufruir deste privilégio, em prol dos seus interesses. Afirmou tratar-se de um interesse nacional mas foi uma mera estratégia para conseguir tempo e arranjar alternativas de negócio para a PT, visto que esta estava prestes a perder a Vivo, o negócio de telecomunicações do Brasil. A Vivo foi um acordo estratégico entre a PT e a Telefónica, que acabou pelo facto de existirem interesses diferentes. A PT perdeu a Vivo mas entrou no capital da Oi, outra parceria no mercado brasileiro. Para que tudo isto fosse possível decorreram muitas conversações entre administradores (executivos e não executivos) da PT com diversas entidades, nomeadamente o Governo dos dois países, que levantaram suspeitas de envolvimento político no negócio de venda da Vivo e o cruzamento de posições acionistas com a operadora. Ainda relacionado com as partes relacionadas, é possível identificar a existência de participações cruzadas que se traduz em conflitos de interesse e de controlo. Os acionistas da PT são também suas participadas, como é o caso do BES, da Telefónica e da Oi. Outro aspeto que fracassou na PT foi a auditoria interna e externa. Falhou nas suas tarefas de fiscalização, supervisão e monitorização dos sistema de controlo interno e avaliação da gestão de risco, não conseguindo evitar o problema do incumprimento da dívida da Rioforte. Uma questão relevante nos modelos de governo da sociedade é a forma como as funções estão divididas, entre quem executa e quem supervisiona e controla, daí a importância de administradores não executivos, independentes, que de um modo imparcial, questionam a gestão para os atos e os riscos.

Os investidores têm um papel fundamental porque são eles que investem na empresa e injetam capital, e para isso tem de haver respeito e proteção dos seus direitos contra o poder discricionário da gestão e dos acionistas maioritários. A perceção que eles têm da empresa vai influenciar as suas tomadas de decisão em termos de investimento. A

confiança de um investidor desmorona quando existem más práticas de governo, desde a decisão à execução. Assim sendo, a ideia primordial é seguir o objetivo de criação de valor para os sócios, assente em duas prioridades, o crescimento sustentável da empresa e o retorno sobre o investimento.

Este estudo não foi exaustivo na análise do percurso da PT em bolsa, deste modo pode considerar-se que a dimensão da amostra é uma limitação. Apesar de terem sido identificadas algumas práticas de CG que explicaram a perda de riqueza, muitas outras poderão surgir e dar alguma robustez ao trabalho se outros períodos forem analisados. Nesta pesquisa os momentos estudados foram complexos, para além disso foi notório que alguns acontecimentos estavam relacionados entre si e isso determinou perdas de riqueza consecutivas. Seria interessante analisar, utilizando esta metodologia, outras empresas cotadas, quer na perspetiva de perda de valor ou até na de ganho de valor, analisando os seus atos à luz de CG. As más práticas de CG podem ser um exemplo para que outras empresas não repitam as mesmas falhas, mas a identificação de boas práticas serão fios condutores de sucesso.

## 7. Referências Bibliográficas

- Agrawal, A., e Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31(3), pp.377-397.
- Alves, C. (2005). *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*. Coimbra: Almedina.
- Alves, C. (2007). *Uma Perspetiva Económica Sobre as (Novas) Regras de Corporate Governance do Código das Sociedades Comerciais*, in: *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura - A Reforma do Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina.
- Alves, C., e Mendes, V. (2001). “As Recomendações da CMVM Relativas ao Corporate Governance e a Performance das Sociedades”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 12, pp.57-88.
- Alves, C., e Mendes, V. (2004). “Corporate Governance Policy and Company Performance: the Portuguese case”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol.12(3), pp.290-301.
- Alves, C., e Mendes, V. (2009). The Portuguese corporate governance codes as a factor of changes in rules and practices. Em Félix J. López Iturriaga (Ed.), *Codes of Good Governance Around the World* (p. pp.317-351). Lisboa: Nova Publisher.
- Alves, C., e Vicente, E. F. (2012). “Does the Latin Corporate Governance Model perform worse than others in preventing earnings management?” *Working Papers (FEP) -- Universidade do Porto.*, (447), pp.1-40.
- Alves, S. (2011). “The association between executive stock options and corporate performance: evidence from Portugal”. *International Journal of Business Governance and Ethics*, Vol. 6(2), pp.203-223.
- AR. (2014). *Relatório da Comissão de Inquérito Parlamentar à Gestão do BES e do Grupo Espírito Santo*. Obtido de <http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f764c324679626d56304c334e706447567a4c31684a5355786c5a793944543030765131424a516b56544c30467963585670646d39446232317063334e686279394259335268637939>

4264575270773666446f32386c4d6a426b5a5355794d4

- Baptista, J. C. (2010, Julho 29). “Operação histórica: venda da Vivo e entrada na Oi”. *Diário de Notícias*.
- Barroso, R. (2015, Março 3). “Euronext decide que PSI 20 continua com apenas 18 cotadas”. *Económico*.
- Baysinger, B. D., e Butler, H. N. (1985). “Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition”. *Journal of Law, Economics, e Organization*, Vol.1(1), pp.101-124.
- Bebchuk, L. A., e Fried, J. M. (2003). “Executive Compensation as an Agency Problem”. *Journal of Economic Perspectives*, Vol.17(3), pp.71-92.
- Bebchuk, L. a., e Weisbach, M. S. (2010). “The State of Corporate Governance Research”. *Review of Financial Studies*, Vol.23(3), pp.939-961.
- Bebchuk, L., e Fried, J. (2004). *Pay without Performance* (1.<sup>a</sup> ed.). Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Bergstresser, D., e Philippon, T. (2006). “CEO incentives and earnings management”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 80(3), pp.511-529.
- Berle, A. A., e Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company.
- Bhagat, S., e Black, B. (1999). “The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance”. *The Business Lawyer*, Vol.54(3), pp.921-963.
- Bhagat, S., e Black, B. S. (2002). “The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance”. *Journal of Corporation Law*, Vol. 27, 231–273.
- Bhagat, S., Bolton, B., e Romano, R. (2007). “*The Promise and Peril of Corporate Governance Indices*” (Law Working Paper 89/2007). *European Corporate Governance Institute*.
- Burns, N., e Kedia, S. (2006). “The impact of performance-based compensation on misreporting”. *Journal of Financial Economics*, Vol.79(1), pp.35-67.
- Byard, D., Li, Y., e Weintrop, J. (2006). “Corporate governance and the quality of financial analysts’ information”. *Journal of Accounting e Public Policy*, Vol. 25(5),



pp.609-625.

Cadbury Report. (1992). “*Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*”. London : Gee.

Câmara, P. (2002). “Códigos de governo das Sociedades”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 15, pp.65-90.

Campbell, J.Y.; Lo, A.W.; MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press.

Campos, A. (2016, Julho 2). “CMVM investigou a PT e já tem arguidos”. *Jornal Expresso Semanário* #2279.

Carvalho, P., e Carregueiro, N. (2006, Fevereiro 7). Primeira linha - OPA da Sonae à PT. *Jornal de Negócios*, p. pp.10.

CE, C. E. (1997). “Notificação de acordos de cooperação (Processo IV/ 36.754 — Telefónica/Portugal Telecom)”. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, C385, pp.13. Obtido de <http://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/1c24f558-c67e-4026-9da3-3e17b076acad/language-en>

Cheng, Q., e Warfield, T. D. (2005). “Equity incentives and earnings management”. *The Accounting Review*, Vol. 80(2), pp.441-476.

Claessens, S., e Yurtoglu, B. B. (2013). “Corporate Governance in Emerging Markets: A survey.” *Emerging Markets Review*, Vol.15, pp.1-33.

CMVM. (2005). “*Recomendações da CMVM sobre Governo das Sociedades Cotadas*”. Obtido de <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Pages/Recomendacoes.aspx?pg>

CMVM. (2007). “*Recomendações da CMVM sobre Governo das Sociedades Cotadas*”. Obtido de <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Pages/Recomendacoes.aspx?pg>

CMVM. (2008). “*Divulgação de Decisão de Contra Ordenação PT SGPS*”. Obtido de <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado>

/Documents/DivCord11\_2008PT.pdf

CMVM. (2010a). “*Consolidação de Fontes Normativas e do Código de Governo das Sociedades*”.

CMVM. (2010b, Maio 26). “CMVM Solicitou Esclarecimentos à Telefónica sobre Declarações relativas à Portugal Telecom”. Obtido de <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20100526a.aspx>

CMVM. (2010c, Junho 28). “Comunicado ao Mercado (sobre participações qualificadas na PT)”. Obtido de <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20100628a.aspx?v=>

CMVM. (2013). “*Recomendações da CMVM sobre Governo das Sociedades Cotadas*”Title.

CMVM. (2016). Obtido 1 de Janeiro de 2016, de <http://www.cmvm.pt>

CNC. (2008). “*Normas Internacionais de Contabilidade*”. Obtido de [http://www.cnc.min-financas.pt/pdf/IAS\\_IFRS\\_UE/REGUL\\_1126\\_2008\\_consol\\_a\\_20nov2013\(reg1174\).pdf](http://www.cnc.min-financas.pt/pdf/IAS_IFRS_UE/REGUL_1126_2008_consol_a_20nov2013(reg1174).pdf)

CVRI. (2010a, Julho 8). “Acórdão do Tribunal de Justiça (Primeira Secção) de 8 de Julho de 2010.” *Tribunal de Justiça da União Europeia*. Obtido de <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=78469&pageIndex=0&doclang=pt&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=668781>

CVRI. (2010b, Julho 8). “Comunicado de Imprensa nº 74/10”. *Tribunal de Justiça da União Europeia*. Obtido de <http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2010-07/cp100074pt.pdf>

Davis, G. F. (2005). “New Directions in Corporate Governance”. *Annual Review of Sociology*, Vol.31, pp.143-162.

Denis, D. J., e Kruse, T. A. (2000). “Managerial Discipline and Corporate Restructuring following Performance Decline”. *Journal of Financial Economics*, Vol.55(3), pp.391-424.

Donaldson, T., e Preston, L. E. (1995). “The Stakeholder Theory of the Corporation:

- Concepts, Evidence, and Implications”. *Academy of Management Review*, Vol. 20(1), pp.65-91.
- Efendi, J., Srivastava, A., e S. E. P. (2007). “Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 85(3), pp.667-708.
- Europeu, P. (2010). *Relatório sobre a remuneração dos administradores de sociedades cotadas e as políticas de remuneração no sector dos serviços financeiros. Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários*. Obtido de <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A7-2010-0208+0+DOC+PDF+V0//PT>
- Fama, E. F. (1980). “Agency Problems and the Theory of the Firm”. *Journal of Political Economy*, Vol.88(2), pp.288-307.
- Fama, E. F., e French, K. R. (1993). “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”. *Journal of Financial Economics*, Vol.33(1), pp.3-56.
- Fama, E. F., e French, K. R. (1996). “Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies”. *The Journal of Finance*, Vol.51(1), pp.55-84.
- Fama, E. F., e Jensen, M. C. (1983). “Separation of Ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, Vol.26(2), pp.301-325.
- Ferreira, B. (2006). “Os deveres de cuidado dos administradores e gerentes”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, pp.8-49.
- Ferreira, C. (2015, Julho 21). “Justiça investiga negócio de venda da Vivo à Telefónica e compra da Oi”. *Público*.
- Ferreira, C. (2017). “Suspeitas de gestão danosa na antiga PT”. *Público*.
- Fields, T.D., Thomas, Z.L., e Vincent, L. (2001). “Empirical research on accounting choice”. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31(1–3), pp.255-307. Obtido de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410101000283>
- Franks, J., e Mayer, C. (1996). “Hostile takeovers and the correction of managerial failure”. *Journal of Financial Economics*, 40, pp.163-181.
- Freeman, R. Edward; Harrison, Jeffrey S.; Wicks, Andrew C.; Parmar, Bidhan; de Colle,

- S. (2010). *Stakeholder Theory: The State of the Art*. New York: Cambridge University Press.
- French, K. R. (2016). Data Base French. Obtido 1 de Janeiro de 2016, de <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html>
- Gillian, S. e L. S. (2000). “Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors”. *Journal of Financial Economics*2, Vol.57, pp.275-305.
- Gilson, Ronald J.; Gordon, J. N. (2003). “Controlling controlling shareholders”. *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152(2), pp.785-844.
- Godinho, R. (2015, Junho 1). “Ainda faz sentido manter a PT cotada em bolsa?” *Jornal de Negocios*. Obtido de [http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/ainda\\_faz\\_sentido\\_manter\\_a\\_pt\\_cotada\\_em\\_bolsa.html](http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/ainda_faz_sentido_manter_a_pt_cotada_em_bolsa.html)
- Gomes, J. F. (2009). Os Deveres de Informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei nºs 158/2009 e 185/2009. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - N.º 33*, pp.106-141. Obtido de [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)
- Grande Dicionário da Língua Portuguesa*. (2002) (Matosinhos). Grande Biblioteca Multilingue.
- Greenwood, E. (1965). “Métodos de investigação empírica em Sociologia”. *Análise Social*, Vol.III(11), pp.313-345.
- Grossman, S. J., e Hart, O. D. (1983). “An analysis of the principal–agent problem”. *Econometrica*, Vol. 51(1), pp.7-45.
- Grossman, S. J., e Hart, O. D. (1986). “The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration”. *Journal of Political Economy*, Vol.94(4), pp.691-719.
- Hall, B.J., e Murphy, K. J. (2002). “Stock options for undiversified executives”. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33(1), pp.3-42.
- Hall, B.J., e Murphy, K. J. (2003). “The trouble with stock options”. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17(3), 49–70.

- Hermalin, B. E., e Weisbach, M. S. (1991). “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance”. *Financial Management*, Vol.20(4), pp.101-112.
- Jensen, M. C. (1986). “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. *Economics Review*, Vol.76, pp.323-326.
- Jensen, M. C. (2001a). “Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function”. *European Financial Management*, Vol.7(3), pp.297-317.
- Jensen, M. C. (2001b). “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function “. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14(3), pp.8-21.
- Jensen, M. C. (2002). “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function”. *Business Ethics Quarterly*, Vol.12(2), pp.235-256.
- Jensen, M. C. (2004). “The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance”. *European Financial Management*, Vol.10(4), pp.549-565.
- Jensen, M. C. (2005). “Agency costs of overvalued equity”. *Financial Management*, Vol. 34(1), pp.5-19.
- Jensen, M. C., e Meckling, W. H. (1976). “Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*, Vol.3(4), pp.305-360.
- Jensen, M. C., Murphy, K. J., e Wruck, E. G. (2004). “Remuneration: Where We’ve Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them”. *Harvard Business School NOM Research Paper\ECGI Working Paper Series in Finance*, Vol.04(28), pp.1-105.
- Jong, A. De, Dejong, D. V, Mertens, G., e Roosenboom, P. (2005). “*Royal Ahold : A Failure of Corporate Governance* “. *ECGI Finance Working Paper* (Vol. No.67/2005).
- Kaler, J. (2003). “Differentiating Stakeholder Theories”. *Journal of Business Ethics*, Vol. 46(1), pp.71-83.
- Latoeiro, P. (2007, Março 2). “Cronologia dos principais momentos da OPA”. *Económico*.
- Lopes, C. T., Oliveira, H. S. de, e Cunha, C. A. da S. e. (2006). “O jogo das estratégias

- nas OPA – Caso Sonae/Portugal Telecom”. *Revista CTOC*.
- Machado, A., e Martins, A. (2015). *A Implosão da PT*. Lua de Papel.
- MacKinlay, A. C. (1997). “Event Studies in Economics and Finance”. *Journal of Economic Literature*, Vol.35(March), pp.13-39.
- Meulbroek, L. K. (2001). “The Efficiency of Equity-Linked Compensation: Understanding the Full Cost of Awarding Executive Stock Options”. *Financial Management*2, Vol. 30(2), pp.5-44.
- Moutinho, P. (2010, Maio 11). “Vender a Vivo significaria amputar o futuro da PT”. *Jornal de Negocios*.
- OCDE. (2004). “Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”. in OECD Publications, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- OECD. (2005). OECD Glossary -Corporate governance Definition. Obtido 8 de Dezembro de 2014, de <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778>
- Peregrin, T. (2014, Dezembro 23). Comunicado ao Mercado. *CMVM*. Obtido de [http://www.cmvm.pt/pt/comunicados/comunicados/documents/23dez14-peregrin-comunicado\\_ao\\_mercado\\_retirada\\_da\\_oferta\\_vf.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/comunicados/comunicados/documents/23dez14-peregrin-comunicado_ao_mercado_retirada_da_oferta_vf.pdf)
- Pharol. (2016a). Obtido de <http://pharol.pt/pt-PT>
- Pharol. (2016b, Setembro 13). Comunicado “Securities and Exchange Commission dos Estados Unidos da América decide sobre processo preventivo de “cessação e proibição” contra a PHAROL, SGPS S.A.” *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR61585.pdf>
- Pittman, J., e Fortin, S. (2004). “Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms”. *Journal of Accounting and Economics*2, Vol.37(1), pp.113-136.
- PT. (2001). “Assembleia Geral Anual de Accionistas da Portugal Telecom”. Obtido 1 de Janeiro de 2016, de <http://pharol.pt/pt-pt/press-releases/noticias/Paginas/2001/agm24042001.aspx>
- PT. (2002, Outubro 18). Facto Relevante “A Portugal Telecom e a Telefónica anunciam a criação do maior operador móvel da América do Sul”. *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd5193.pdf>

- PT. (2003). *Relatório e Contas Consolidadas 2003 PT*.
- PT. (2006). *Relatório e Contas Consolidadas 2006 PT*.
- PT. (2007). *Relatório do Governo da Sociedade*. Obtido de <http://pharol.pt/pt-pt/governo-sociedade/Paginas/relatorio-governo.aspx>
- PT. (2010a). *Relatório do Governo da Sociedade*. Obtido de <http://pharol.pt/pt-pt/governo-sociedade/Paginas/relatorio-governo.aspx>
- PT. (2010b). *Relatório e Contas Consolidadas 2010 PT*.
- PT. (2010c, Junho 17). Comunicado “Oferta da Telefónica por 50% da Brasilcel”. *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR29086.pdf>
- PT. (2010d, Junho 29). Comunicado “Portugal Telecom informa sobre revisão do preço da oferta recebida da Telefónica”. *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR29187.pdf>
- PT. (2010e, Julho 28). Comunicado “A Portugal Telecom anuncia acordo com a Telefónica para a venda da sua participação de 50% na Brasilcel”. *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR29541.pdf>
- PT. (2010f, Julho 28). Comunicado “Portugal Telecom e Oi celebram parceria estratégica”. *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR29543.pdf>
- PT. (2013, Outubro 25). Comunicado “Teor do Memorandum de Entendimentos”. *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR47300.pdf>
- PT. (2014a). Comunicado: A PT e a Oi reafirmam o seu apoio à combinação de negócios. *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fr51313.pdf>
- PT. (2014b). Proposta do Conselho de Administração, sobre os termos dos acordos a celebrar entre a PT e a Oi, S.A. no âmbito da combinação dos negócios das duas empresas. *PT*. Obtido de [http://conteudos.pharol.pt/Documents/PT/Propostas/2014/09\\_Setembro/PropostaAG\\_P.pdf](http://conteudos.pharol.pt/Documents/PT/Propostas/2014/09_Setembro/PropostaAG_P.pdf)
- PT. (2014c). *Relatório do Governo da Sociedade*.
- PT. (2014d, Dezembro 15). Documento Informativo respeitante à Assembleia Geral de

- Acionistas a realizar no dia 12 de Janeiro de 2015 a pedido da Oi, S.A. *CMVM*.  
Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/CONV53263.pdf>
- PT. (2015a). *Relatório do Governo da Sociedade*.
- PT. (2015b, Janeiro 7). Comunicado da PT à CMVM sobre as deliberações do CA. *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR53499.pdf>
- PT. (2015c, Janeiro 8). Comunicado “Resultados da Análise da PriceWaterhouseCoopers”. *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR53532.pdf>
- PT. (2015d, Janeiro 15). Comunicado da PT à CMVM sobre negócio com a Oi. *CMVM*. Obtido de <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR53600.pdf>
- PT. (2016). *Relatório do Governo da Sociedade*.
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors*. Nova Iorque: Simon e Schuster Inc.
- Ribeiro, E. (2010, Junho 14). “Ongoing vai votar contra a venda da Vivo”. *Económico*.
- Rosa, L. (2017). “A Operação Marquês e os negócios (ruinosos) da PT no Brasil”. *Observador*.
- Ross, S. A. (1973). “The Economic Theory of Agency: The Principal Problem”. *The American Economic Review*, Vol. 63(2), pp.134-139.
- Saraiva, P. M. (2015). *Relatório da Comissão Parlamentar de Inquérito à gestão do BES e do Grupo Espírito Santo. Assembleia República*. Obtido de <http://www.parlamento.pt/sites/COM/XIILEG/CPIBES/Paginas/RelatoriosActividade.aspx>
- Schauten, M., e Blom, J. (2006). “*Corporate Governance and the Cost of Debt*”.
- SEC. (2016, Setembro 13). Order Instituting Cease-and-Desist. *Securities and Exchange Commission*. Obtido de <https://www.sec.gov/litigation/admin/2016/34-78824.pdf>
- Shleifer, A., e Vishny, R. W. (1997). “A survey of corporate governance”. *The journal of finance*, Vol.52(2), pp.737-783.
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C., e Monteiro, M. (2006). *Livro Branco sobre*



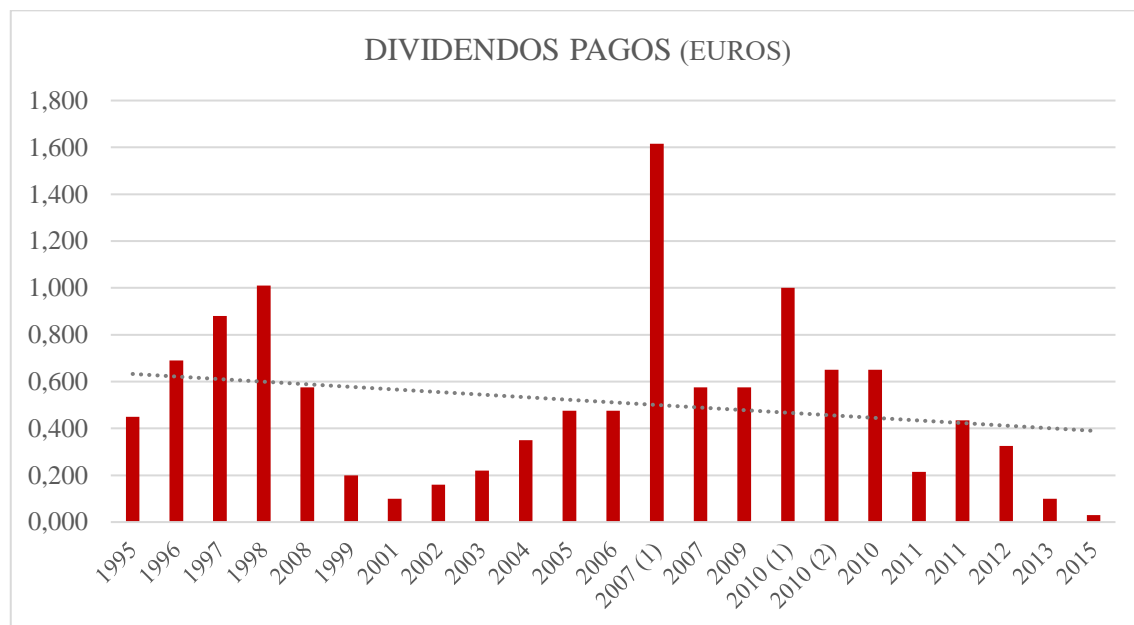
- Corporate Governance*. Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance.
- Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations* (1st ed.). London: Methuen e Co., Ltd.
- Sonae. (2006, Fevereiro 6). “Anúncio preliminar de lançamento de oferta pública geral de aquisição de acções representativas do capital social da Portugal Telecom, SGPS, SA”. *CMVM*. Obtido de <http://www.cmvm.pt/pt/areadoinvestidor/documentosemarquivo/opasonaeptptm/documents/ff0e848a123b4030a8a3828b47e4fa45fr8139.pdf>
- Stanley Baiman. (1990). “Agency research in managerial accounting: A second look”. *Accounting, Organizations and Society*, Vol.15, pp.341-371. Obtido de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/036136829090023N>
- Sternberg, E. (1997). “The Defects of Stakeholder Theory”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 5(1), pp.3-10.
- Sundaram, A. K., e Inkpen, A. C. (2004). “The corporate objective revisited”. *Organization Science*, Vol. 15(3), pp.350-363.
- Suspiro, A. (2014, Dezembro 29). “Venda da PT Portugal nas mãos de acionistas de referência e fundos estrangeiros”. *Observador*. Obtido de <http://observador.pt/2014/12/29/venda-da-pt-portugal-nas-maos-de-acionistas-de-referencia-e-fundos-estrangeiros/>
- Sussan, A. P., e Oh, J.-G. (1996). “Transnational strategic alliances in the telecommunications industry”. *Computers e Industrial Engineering*, Vol.31(1), pp.41-44. [http://doi.org/10.1016/0360-8352\(96\)00074-5](http://doi.org/10.1016/0360-8352(96)00074-5)
- Tavares, C. (2015, Fevereiro 23). Comunicado da conferência “Governo Societário e Responsabilidade Social das Empresas”. *CMVM*, p. pp.3-4. Obtido de [http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Intervencoes-publicas/Documents/Governo\\_societario\\_e\\_responsabilidade\\_social-Almoço\\_debate\\_ACEGE-23.02.2015.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Intervencoes-publicas/Documents/Governo_societario_e_responsabilidade_social-Almoço_debate_ACEGE-23.02.2015.pdf)
- Thomson Reuters Datastream. (sem data). Obtido 20 de Junho de 2016, de <http://thomsonreuters.com/en.html>
- Tricker, B. (2015). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices* (3.<sup>a</sup> ed.). Hampshire: Oxford Press University.

- Tricker, R. I. B. (2010, Março). “Twenty Practical Steps to Better Corporate Governance”. *Corporate Secretaries International Association*.
- Veríssimo, A. (2010, Maio 26). “Como tudo na vida, a Vivo tem um preço”. *Jornal de Negócios*.
- Yermack, D. (1996). “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”. *Journal of Financial Economics*, Vol.40(2), pp.185-211.
- Yin, R. (1994). *Case Study Research: Design and Methods* (2<sup>a</sup>). Thousand Oaks, CA: SAGE Publications.

## 8. Anexos

### Anexo 1 – Dividendos pagos aos acionistas

Na tabela constam os dividendos pagos pela PT aos seus acionistas.



**Tabela 4:** Dividendos distribuídos pela PT

(Fonte: site da Pharol)

- i) Em 30 novembro de 1999 ocorreu um *stock-split* de 1:5 das ações da PT.
- ii) Em 2008 pagaram um dividendo extraordinário em resultado do *spin off* da PT Multimédia (0,176067 ações da PTM por cada ação da PT a um preço de referência da ação PTM de 9,18 Euros).
- iii) No exercício de 2010 houve direito a um dividendo excecional, após a concretização da venda da Vivo e da compra da Oi, no valor de 1,65€.

## Anexo 2 – Informação Financeira Portugal Telecom

Dados	Nome	31-dez-95	31-dez-96	31-dez-97	31-dez-98	31-dez-99	31-dez-01	31-dez-02	31-dez-03
Bolsa	PHAROL SGPS	2,26	3,55	6,86	6,29	8,83	7,31	5,47	6,67
Bolsa	PHAROL SGPS - MARKET VALUE	2.668	4.189	8.093	7.419	11.380	10.975	8.216	10.009
Indicadores	PHAROL SGPS - DIVIDEND YIELD	0,0	2,1	3,4	3,7	1,9	2,2	1,5	2,0
Indicadores	PHAROL SGPS - PER	23,9	23,1	29,6	21,2	23,6	19,9	26,4	28,9
Indicadores	PHAROL SGPS - DIV.PER SHR.	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Indicadores	PHAROL SGPS SA - DIVIDENDS PER SHARE	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
Indicadores	PHAROL SGPS - EARNINGS PER SHR	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2
Indicadores	PORTUGAL PSI-20 - PRICE TO BOOK VAL	1,4	2,1	4,0	3,4	4,1	2,4	2,6	3,3
Indicadores	PHAROL SGPS SA - BOOK VALUE PER SHARE	2	2	2	2	2	3	2	2
Indicadores	PHAROL SGPS SA - RETURN ON EQUITY - TOTAL (%)	10	14	17	21	20	7	10	8
Indicadores	PHAROL SGPS SA - RETURN ON INVESTED CAPITAL	9	11	13	11	11	7	5	5
Indicadores	PHAROL SGPS SA - ENTERPRISE VALUE	3.808.099	5.133.272	9.060.204	11.089.266	14.237.447	17.651.063	12.699.740	13.640.180
Dados	PHAROL SGPS SA - CURRENCY OF DOCUMENT (ISO)	PTE	PTE	PTE	PTE	PTE	EUR	EUR	EUR
BS	PHAROL SGPS SA - NET DEBT	1.133.532	939.631	948.615	3.640.536	2.791.551	5.456.115	4.036.992	3.215.601
BS	PHAROL SGPS SA - CAPITAL EXPENDITURES	408.534	550.854	648.271	879.309	879.309	1.211.442	855.984	560.713
BS	PHAROL SGPS SA – CASH	25.470	36.833	69.154	107.321	127.072	517.446	353.403	258.904
BS	PHAROL SGPS SA - CASH e SHORT TERM INVESTMENTS	29.114	43.356	83.579	1.267.553	245.100	1.291.473	2.276.508	2.531.092
BS	PHAROL SGPS SA - TOTAL ASSETS	4.192.998	4.355.341	4.989.686	9.277.425	8.517.737	17.135.724	12.848.817	12.974.344
BS	PHAROL SGPS SA - TOTAL CAPITAL	2.809.490	2.811.533	2.978.496	3.212.202	5.674.304	11.413.323	8.848.673	8.193.690
BS	PHAROL SGPS SA - TOTAL SHAREHOLDERS EQUITY	1.851.061	2.037.265	2.001.391	2.165.243	2.758.951	4.666.783	3.111.324	2.940.827
BS	PHAROL SGPS SA - WORKING CAPITAL	-260.773	-186.654	16.601	-2.700.220	-271.350	527.533	1.927.304	1.748.370
KPI BS	PHAROL SGPS - ACCOUNTS RECEIVABLES DAYS	66	80	89	90	88	69	80	80
DR	PHAROL SGPS SA - NET SALES OR REVENUES	2.024.025	2.383.409	2.695.991	2.932.130	3.218.459	5.725.915	5.583.496	5.764.353
DR	PHAROL SGPS SA - OPERATING PROFIT MARGIN	24	25	23	23	25	19	21	20
DR	PHAROL SGPS SA - EBIT e DEPRECIATION	1.021.669	1.166.059	1.236.955	1.535.031	1.699.926	1.616.058	2.086.077	2.168.566
DR	PHAROL SGPS SA - EARNINGS BEF INTEREST e TAXES	531.951	618.911	665.550	905.750	1.030.327	658.629	1.113.534	1.210.347
DR	PHAROL SGPS SA - INTEREST EXPENSE ON DEBT	134.696	104.150	72.886	209.641	295.789	503.334	453.227	513.618
DR	PHAROL SGPS SA - INCOME TAXES	210.142	244.663	239.513	252.361	241.909	190.554	343.872	377.269
DR	PHAROL SGPS SA - EARNINGS PER SHARE	0	0	0	0	0	0	0	0

Dados	Nome	31-dez-04	31-dez-07	31-dez-08	31-dez-09	31-dez-10	31-dez-12	31-dez-13	31-dez-14	31-dez-15
Bolsa	PHAROL SGPS	7,60	8,93	6,07	8,52	8,38	3,75	3,16	0,86	0,27
Bolsa	PHAROL SGPS - MARKET VALUE	11.414	9.160	5.442	7.638	7.513	3.361	2.833	775	243
Indicadores	PHAROL SGPS - DIVIDEND YIELD	2,4	5,3	9,5	6,8	18,8	17,3	10,3	11,6	36,9
Indicadores	PHAROL SGPS - PER	26,2	11,8	11,3	14,4	19,0	16,3	7,8	8,5	NA
Indicadores	PHAROL SGPS - DIV.PER SHR.	0,2	0,5	0,6	0,6	1,6	0,7	0,3	0,1	0,1
Indicadores	PHAROL SGPS SA - DIVIDENDS PER SHARE	0,3	0,6	0,6	0,6	2,3	0,3	0,1	0,0	0,0
Indicadores	PHAROL SGPS - EARNINGS PER SHR	0,3	0,8	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,1	0,0
Indicadores	PORTUGAL PSI-20 - PRICE TO BOOK VAL	3,9	6,6	22,6	5,7	1,7	1,4	1,7	0,7	0,8
Indicadores	PHAROL SGPS SA - BOOK VALUE PER SHARE	2	1	0	2	5	3	2	1	0
Indicadores	PHAROL SGPS SA - RETURN ON EQUITY - TOTAL (%)	18	41	74	88	199	9	17	-22	-96
Indicadores	PHAROL SGPS SA - RETURN ON INVESTED CAPITAL	10	11	11	11	55	5	7	-6	-96
Indicadores	PHAROL SGPS SA - ENTERPRISE VALUE	14.318.937	13.971.163	11.913.068	14.099.359	9.656.308	11.485.049	7.725.642	647.346	172.619
Dados	PHAROL SGPS SA - CURRENCY OF DOCUMENT (ISO)	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
BS	PHAROL SGPS SA - NET DEBT	3.122.898	4.381.900	5.632.312	5.569.664	2.099.800	7.718.869	4.798.021	-109.408	-64.742
BS	PHAROL SGPS SA - CAPITAL EXPENDITURES	624.151	756.402	1.056.927	1.296.585	1.154.806	1.510.375	624.452	54	394
BS	PHAROL SGPS SA - CASH	441.189	664.643	1.010.655	1.449.517	4.764.733	2.507.099	1.658.951	109.512	1
BS	PHAROL SGPS SA - CASH e SHORT TERM INVESTMENTS	1.940.102	1.834.936	1.063.588	1.476.384	5.106.505	3.387.294	2.573.079	109.512	64.879
BS	PHAROL SGPS SA - TOTAL ASSETS	12.471.431	12.129.291	12.681.671	13.811.695	14.516.857	18.911.602	11.455.500	1.218.452	309.144
BS	PHAROL SGPS SA - TOTAL CAPITAL	6.993.182	7.042.486	5.641.011	8.936.286	10.863.525	12.247.455	7.745.977	1.152.551	299.454
BS	PHAROL SGPS SA - TOTAL SHAREHOLDERS EQUITY	2.704.800	1.338.200	235.600	1.317.508	4.392.400	2.293.400	1.641.300	1.152.501	299.333
BS	PHAROL SGPS SA - WORKING CAPITAL	967.924	-48.359	-1.831.767	300.646	6.171.724	1.517.488	948.590	438.244	55.756
KPI BS	PHAROL SGPS - ACCOUNTS RECEIVABLES DAYS	79	88	83	84	233	119	157	NA	NA
DR	PHAROL SGPS SA - NET SALES OR REVENUES	6.023.342	6.067.962	6.624.183	6.676.619	3.681.640	6.392.631	2.911.183	0	0
DR	PHAROL SGPS SA - OPERATING PROFIT MARGIN	19	18	16	12	14	10	14	NA	NA
DR	PHAROL SGPS SA - EBIT e DEPRECIATION	2.309.157	2.466.849	2.591.880	2.844.294	1.373.463	2.563.051	1.521.957	-794.605	-693.727
DR	PHAROL SGPS SA - EARNINGS BEF INTEREST e TAXES	1.246.442	1.343.784	1.323.538	1.406.366	614.895	1.172.405	795.681	-794.706	-693.833
DR	PHAROL SGPS SA - INTEREST EXPENSE ON DEBT	468.682	311.273	388.972	386.648	282.729	699.183	345.683	525	0
DR	PHAROL SGPS SA - INCOME TAXES	176.065	243.278	233.331	233.209	77.526	147.605	62.022	-35.336	59
DR	PHAROL SGPS SA - EARNINGS PER SHARE	0	1	1	1	0	0	0	0	-1

**Tabela 5: Dados Financeiros da Portugal Telecom 1995-2015** (Fonte: Datastream)

### Anexo 3 – Participações Qualificadas 2017 – 2002

ANO	DATA DA INFORMAÇÃO	ENTIDADES	N.º AÇÕES	% CAPITAL	% DIREITOS DE VOTO
<b>30-06-2017</b>					
<b>30-06-2017 Pharol</b>	31-05-2012	Telemar Norte Leste S.A.	89.651.205	10,00%	10,00%
	05-07-2016	Novo Banco S.A. (a)	85.665.125	9,56%	9,56%
	24-05-2017	HIGH BRIDGE UNIPESSOAL, LDA.	55.304.969	6,17%	6,17%
	05-12-2016	High Seas Investments LLC	46.657.016	5,20%	5,20%
	23-06-2017	Discovery Capital Management, LLC	46.073.261	5,14%	5,14%
	22-11-2016	Hestia Investments DAC	43.476.423	4,85%	4,85%
	26-06-2017	Norges Bank	27.643.738	3,08%	3,08%
	02-01-2014	Grupo Visabeira	23.642.885	2,64%	2,64%
	30-06-2017	Solus Alternative Asset Management LP	19.353.961	2,16%	2,16%
			<b>437.468.583</b>	<b>48,80%</b>	<b>48,80%</b>
<b>2016 - Pharol</b>	31-05-2012	Telemar Norte Leste S.A.	89.651.205	10,00%	10,00%
	05-07-2016	Novo Banco S.A.(a)	85.665.125	9,56%	9,56%
	14-08-2015	Banco Comercial Português, S.A.	55.304.969	6,17%	6,17%
	05-12-2016	High Seas Investments LLC	46.657.016	5,20%	5,20%
	22-11-2016	Hestia Investments DAC	43.476.423	4,85%	4,85%
	26-07-2016	Norges Bank	37.183.570	4,15%	4,15%
	02-01-2014	Grupo Visabeira	23.642.885	2,64%	2,64%
	02-06-2016	Renaissance Technologies LLC	18.003.736	2,01%	0,00%
			<b>399.584.929</b>	<b>44,58%</b>	<b>42,57%</b>
<b>2015 - Pharol</b>	12-11-2014	Novo Banco	112.702.533	12,60%	10,00%
	31-05-2012	Telemar Norte Leste S.A.	89.651.205	10,00%	10,00%
	14-08-2015	Banco Comercial Português, S.A.	55.304.969	6,16%	6,16%
	31-12-2015	Norges Bank	33.028.373	3,68%	3,68%
	19-08-2015	RS Holding	29.735.000	3,46%	3,46%
	02-01-2014	Grupo Visabeira	23.642.885	2,64%	2,64%
			<b>344.064.965</b>	<b>38,54%</b>	<b>35,94%</b>

<b>2014 - PT</b>	12-11-2014	Novo Banco	112.702.533	12,60%	12,60%
	10-07-2012	RS Holding	90.111.159	10,05%	10,05%
	31-05-2012	Telemar Norte Leste S.A.	89.651.205	10,00%	10,00%
	06-02-2012	Norges Bank	44.442.888	4,96%	4,96%
	05-12-2014	UBS Group AG	31.888.104	3,56%	3,56%
	02-01-2014	Grupo Visabeira	23.642.885	2,64%	2,64%
	03-02-2010	Controlinveste International Finance, SA	20.419.325	2,28%	2,28%
	06-05-2014	Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social	20.260.743	2,26%	2,28%
	18-11-2014	Morgan Stanley	19.400.557	2,16%	2,16%
			<b>452.519.399</b>	<b>50,51%</b>	<b>50,53%</b>
<b>2013 - PT</b>	10-07-2012	RS Holding, SGPS, S.A.	90.111.159	10,05%	10,05%
	31-12-2013	Grupo Espírito Santo	90.056.485	10,05%	10,05%
	31-03-2012	Telemar Norte Leste, S.A.	89.651.205	10,00%	10,00%
	06-02-2012	Norges Bank	44.442.888	4,96%	4,96%
	12-01-2012	UBS AG	42.024.498	4,69%	4,69%
	31-12-2010	Grupo Visabeira	23.642.885	2,64%	2,64%
	07-12-2009	BlackRock Inc.	21.025.118	2,35%	2,35%
	03-02-2010	Controlinveste Comunicações	20.419.325	2,28%	2,28%
	12-06-2013	Pictet Asset Management	18.246.357	2,04%	2,04%
	26-10-2012	Ontario Teachers' Pension Plan Board	18.000.000	2,01%	2,01%
	21-05-2013	Bestinver	17.981.057	2,01%	2,01%
			<b>475.600.977</b>	<b>53,08%</b>	<b>53,08%</b>
<b>2012 - PT</b>	30-12-2012	Grupo Espírito Santo	90.268.306	10,07%	10,07%
	10-07-2012	RS Holding, SGPS, S.A.	90.111.159	10,05%	10,05%
	31-03-2012	Telemar Norte Leste, S.A.	89.651.205	10,00%	10,00%
	31-12-2012	Grupo Caixa Geral de Depósitos	56.909.791	6,35%	6,35%
	06-02-2012	Norges Bank	44.442.888	4,96%	4,96%
	12-01-2012	UBS AG	42.024.498	4,69%	4,69%
	31-12-2010	Grupo Visabeira	23.642.885	2,64%	2,64%
	07-12-2009	BlackRock Inc.	21.025.118	2,35%	2,35%
	03-02-2010	ControlinvesteComunicações	20.419.325	2,28%	2,28%
	14-12-2012	Grupo Barclays	19.525.168	2,18%	2,18%

	17-10-2012	Wellington Management Company	18.409.822	2,05%	2,05%
	26-10-2012	Ontario Teachers' Pension Plan Board	18.000.000	2,01%	2,01%
			<b>534.430.165</b>	<b>59,63%</b>	<b>59,63%</b>
<b>2011 - PT</b>	30-12-2011	Grupo Espírito Santo	101.697.989	11,34%	11,34%
	02-06-2011	RS Holding, SGPS, S.A.	90.111.159	10,05%	10,05%
	23-09-2011	Capital Research and Management	89.403.498	9,97%	9,97%
	30-11-2011	Telemar Norte Leste, S.A.	64.557.566	7,20%	7,20%
	31-12-2011	Grupo Caixa Geral de Depósitos	56.011.952	6,25%	6,25%
	27-12-2011	UBS AG	45.309.635	5,05%	5,05%
	13-12-2011	Norges Bank	44.852.919	5,00%	5,00%
	23-09-2011	The Income Fund of América, Inc.	44.575.845	4,97%	-
	31-12-2011	Brandes Investments Partners, L.P.	34.628.566	3,86%	2,87%
	11-10-2010	Europacific Growth Fund	18.061.608	2,01%	-
	12-12-2011	Grupo Barclays	23.689.084	2,64%	2,64%
	31-12-2010	Grupo Visabeira	23.642.885	2,64%	2,64%
	14-12-2011	JP Morgan	21.590.141	2,41%	2,41%
	07-12-2009	BlackRock Inc.	21.025.118	2,35%	2,35%
	03-02-2010	Controlinveste Comunicações	20.419.325	2,28%	2,28%
	24-06-2010	Telefónica, S.A.	18.122.661	2,02%	2,02%
			<b>717.699.951</b>	<b>80,04%</b>	<b>72,07%</b>
<b>2010 - PT</b>	25-11-2010	Capital Research and Management	90.421.315	10,09%	10,09%
	31-12-2010	Grupo Espírito Santo	89.174.416	9,95%	9,95%
	08-06-2010	RS Holding, SGPS, S.A.	60.698.090	6,77%	6,77%
	31-12-2010	Grupo Caixa Geral de Depósitos	56.158.965	6,26%	6,26%
	03-12-2010	The Income Fund of América, Inc.	45.091.419	5,03%	-
	31-12-2010	Brandes Investments Partners, L.P.	46.953.365	5,24%	4,11%
	22-12-2010	TPG-Axon Capital Managment, LP	37.929.088	4,23%	4,23%
	24-11-2010	Norges Bank	44.324.863	4,94%	4,94%
	24-11-2010	Grupo Barclays	26.373.929	2,94%	2,94%
	31-12-2010	Grupo Visabeira	23.642.885	2,64%	2,64%
	22-12-2010	Deutsche Bank AG	22.014.272	2,46%	2,46%
	07-12-2010	BlackRock Inc.	21.025.118	2,35%	2,35%
	03-02-2010	Controlinveste Comunicações	20.419.325	2,28%	2,28%



	29-12-2010	The Royal Bank of Scotland, N.V.	19.720.324	2,20%	2,20%
	24-06-2010	Telefónica, S.A.	18.122.662	2,02%	2,02%
	11-10-2010	Europacific Growth Fund	18.061.608	2,01%	-
			<b>640.131.644</b>	<b>71,41%</b>	<b>63,24%</b>
<b>2009 - PT</b>	17-12-2008	Telefónica	89.651.250	10,00%	10,00%
	31-12-2008	Brandes Investments Partners	84.975.020	9,48%	7,52%
	31-12-2009	Grupo Espirito Santo	71.660.806	7,99%	7,99%
	31-12-2009	Grupo Caixa Geral de Depósitos	65.410.185	7,30%	7,30%
	31-12-2009	Ongoing Strategy Investments	60.404.969	6,74%	6,74%
	15-12-2008	Grupo Barclays	23.924.243	2,54%	2,54%
	05-06-2007	Grupo Visabeira	22.667.473	2,01%	2,01%
	07-12-2009	BlackRock Inc.	21.025.118	2,35%	2,35%
	04-04-2008	Controlinveste Comunicações	20.421.247	2,17%	2,17%
	09-06-2009	Norges Bank	17.991.955	2,01%	2,01%
			<b>478.132.266</b>	<b>52,59%</b>	<b>50,63%</b>
<b>2008 - PT</b>	17-12-2008	Telefónica	89.651.250	10,00%	10,00%
	31-12-2008	Brandes Investments Partners	84.975.020	9,48%	7,52%
	31-12-2008	Grupo Espírito Santo	83.694.971	9,34%	9,34%
	31-12-2008	Grupo Caixa Geral de Depósitos	65.298.917	7,28%	7,28%
	12-03-2007	Ongoing Strategy Investments	60.404.969	5,35%	5,35%
	15-12-2008	Grupo Barclays	23.924.243	2,54%	2,54%
	26-12-2008	BBVA	23.089.754	2,58%	2,58%
	05-06-2007	Grupo Visabeira	22.667.473	2,01%	2,01%
	04-04-2008	Controlinvest Comunicações	20.421.247	2,17%	2,17%
	10-04-2008	Taube Hodson Stonex Partners	19.401.182	2,06%	2,06%
	30-12-2008	Ontario Teachers' Pension Plan Board	17.938.889	2,00%	2,00%
			<b>511.467.915</b>	<b>54,81%</b>	<b>52,85%</b>
<b>2007 - PT</b>		Brandes Investments Partners	98.943.217	9,65%	
		Telefónica	93.915.644	9,16%	
		Banco Espírito Santo	91.311.811	8,90%	
		Caixa Geral de Depósitos	65.341.768	6,37%	
		Ongoing Strategy Investments	60.404.969	5,89%	

	Telmex	38.460.000	3,75%
	Fidelity	23.592.185	2,30%
	Grupo Barclays	23.216.664	2,26%
	Capital Group Companies	22.996.339	2,24%
	Crédit Suisse	22.683.484	2,21%
	Grupo Visabeira	22.667.473	2,21%
	Controlinveste Comunicações	22.284.551	2,17%
	<b>585.818.105</b>	<b>57,11%</b>	
<b>2006 - PT</b>	Telefónica	112.473.826	9,96%
	Banco Espírito Santo	87.734.177	7,77%
	Brandes Investments Partners	83.649.255	7,41%
	Caixa Geral de Depósitos	57.740.600	5,11%
	Teléfonos de México (Telmex)	38.460.000	3,41%
	Ongoing (inclui participação da Insight)	34.012.746	3,01%
	Paulson e Co.	26.385.303	2,34%
	Fidelity Group	23.592.185	2,09%
	Fundação José Berardo	23.357.466	2,07%
	Barclays	23.216.664	2,07%
	UBS AG	22.779.481	2,02%
	<b>533.401.703</b>	<b>47,26%</b>	
<b>2005 - PT</b>	Telefónica	112.473.826	996,00%
	Brandes Investments Partners	96.096.420	851,00%
	Banco Espírito Santo	94.387.699	836,00%
	Capital Group Companies	63.193.870	560,00%
	Caixa Geral de Depósitos	56.909.684	504,00%
	Cinveste	29.080.000	258,00%
	Fidelity Group	23.592.185	209,00%
	Telexpress	23.000.000	204,00%
	<b>498.733.684</b>	<b>4418,00%</b>	
<b>2004 - PT</b>	Telefónica	113.085.650	9,70%
	Grupo Banco Espírito Santo	107.593.232	9,20%
	Brandes Investment Partners	83.572.177	7,20%

	Capital Group Companies	63.193.870	5,40%
	Grupo Caixa Geral de Depósitos	57.875.682	5,00%
	Grupo Banco Português de Investimento	28.741.615	2,50%
	Cinveste	28.338.141	2,40%
	Grupo Fidelity	23.592.185	2,00%
	Telexpress	23.000.000	2,00%
		<b>528.992.552</b>	<b>45,40%</b>
<b>2003 - PT</b>	Grupo Banco Espírito Santo	122.274.074	9,70%
	Brandes Investment Partners	67.279.052	5,40%
	Capital Group Companies	63.193.870	5,00%
	Telefónica	60.264.787	4,80%
	Grupo Caixa Geral de Depósitos	58.654.731	4,70%
	Grupo Banco Português de Investimento	35.742.724	2,80%
	Cinveste	28.662.500	2,30%
	Telexpress	23.000.000	1,80%
		<b>459.071.738</b>	<b>36,50%</b>
<b>2002 - PT</b>	Grupo Banco Espírito Santo	116.919.661	9,30%
	Brandes Investment Partners, L.P.	68.833.640	5,50%
	Telefónica	60.264.787	4,80%
	Grupo Caixa Geral de Depósitos	59.011.288	4,70%
	Grupo Banco Português de Investimento	35.880.396	2,90%
	Cinveste, SGPS, S.A.	28.712.500	2,30%
	Telexpress/Patrick Monteiro de Barros	23.000.000	1,80%